

УДК: 339.72:336.74(73)(4-672EU)

Biblid 1451-3188, 24 (2025)

Год XXIV, бр. 90-91, стр. 145–167

Изворни научни рад

Рад примљен 27. 3. 2025. године

Рад одобрен 10. 5. 2025. године

DOI: https://doi.org/10.18485/iire_ez.2025.24.90_91.9

CC BY-SA 4.0

ГЛОБАЛНА ДОМИНАЦИЈА АМЕРИЧКОГ ДОЛАРА И ИМПЛИКАЦИЈЕ ПО ЧЛАНИЦЕ ЕВРОЗОНЕ

Горан НИКОЛИЋ, Јелена ЗВЕЗДАНОВИЋ ЛОБАНОВА,
Петар С. ЋУРЧИЋ*

Апстракт: Анализа најважнијих макроекономских индикатора показује хегемонију долара и позицију евра као убедљиво друге по важности валуте у међународном финансијском систему. Као резервна валута за централне банке, као средство акумулације и као трансакцијска валута (који су главни фактори који одређују степен интернационализације дате монете) долар доминира, док евро заузима друго место. Иако је учешће евра значајно у многим тржишним сегментима, посебно у платним трансакцијама преко SWIFT-а, он је и даље у многим аспектима регионална валута. Чини се извесним да ће долар наставити да држи кључно место у глобалној економији. САД и даље поседују ликвидна и дубока финансијска тржишта, конвертибилност валуте је неупитна, постоји још увек, и поред санкционисања бројних земаља, значајан ниво правне предвидивости и, можда најважније – америчка војна супремација се успешно одржава, упркос одређеним изазовима. Имајући у виду да Европска унија (ЕУ) није држава у класичном значењу те речи, потпуно остваривање планова за повећање међународне улоге монете еврозоне евентуално би омогућило ограничен пораст удела евра у званичним резервама, трговинским и финансијским

*Институт за европске студије, Београд. E-mail: goranvnikolic@gmail.com; ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-9312-2194>; Институт друштвених наука, Београд. E-mail: jzvezdanovic@idn.org.rs; ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0003-3159-3331>; Институт за европске студије, E-mail: petar.pero.curcic@gmail.com; ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0002-1392-4427>.

трансакцијама. Последишно, оптималан начин за одржавање дугорочне улоге евра, као једне од водећих светских резервних валута, могућ је кроз статус тзв. „хегемона у сенци“, где би доминација долара била неупитна. Алтернативни пут за одржавање тренутне позиције евра могућ је кроз настајање мултиполарног валутног система, који подразумева снажно јачање значаја кинеске монете. Оно што у оба сценарија земље еврозоне морају да ураде – поред неизоставног успостављања банкарске уније – јесте креирање критично велике понуде заједничких еврообвезница, чиме би се поспешео развој ликвидних и дубоких финансијских тржишта која су неопходна подршка евр у времену кризе.

Кључне речи: Међународни финансијски систем, долар, евро, еврозона, глобална економија

1) УВОД

Веза између улоге валута у глобалном финансијском систему и моћи државних актера једна је од важнијих академских тема. С тим су повезане и научне монетарне анализе, као компоненте економске моћи, као и монетарног „statecraft-a“ – вештине државног управљања у том домену – који подразумева одржавање монетарне аутономије, могућност манипулисања девизним курсом и промовисање употребе домицилне монете ван граница свог валутног подручја. Посматрајући факторе који фаворизују интернационализацију једне валуте, најважнија снага је величина економије. Два врло важна фактора су и ликвидност и дубина финансијских тржишта. Када су у питању економске користи поседовања глобалне валуте, оне укључују могућност прикупљања јефтинијег капитала за сопствену привреду, добитке по основу креирања новца (*seigniorage*), користи од подстицаја националној трговини, смањену рањивост на негативне регулаторне мере које предузимају друге земље.¹ Свакако, најважнија предност повећане интернационализације сопствене валуте јесте могућност издавања дужничких инструмената по нижим каматним стопама у односу на друге земље. Повећана циркулација сопствене валуте на глобалном нивоу је и инструмент преко кога се може утицати на друге међународне политичке актере (нпр. претњом санкционисања истих). Постоје и одређени трошкови интернационализације сопствене валуте и они укључују обавезу стабилизације делова глобалног финансијског система (овде је најважнија „обавеза“ бити „кредитор у крајњој инстанци“). Још један неповољан ефекат међународног повећања глобалног утицаја сопствене монете јесте ризик од прекомерне апресијације изазван порастом иностране тражње за датом монетом, што негативно утиче на конкурентност извозно

¹ У зони евра, сењораж доприноси појединачним централним банкама евросистема (који се преноси на буџете држава чланица еврозоне), али добици по овом основу тренутно су релативно мали и немају већи утицај на буџетске ситуације држава чланица.

оријентисаних сектора дате економије. Иако политичке или геополитичке преференције влада и међународних институција могу имати извештај, потражња за међународним валутама је примарно детерминисана преференцијама приватног сектора. Иначе, преференције приватног сектора зависе од величине, дубине и софистицираности финансијског тржишта за дату валуту, њене правне и институционалне инфраструктуре и перцепције дугорочне стабилности монете.

2) ГЛАВНЕ МЕТРИКЕ ПОЗИЦИЈЕ ДОЛАРА И ЕВРА У ГЛОБАЛНОМ ФИНАНСИЈСКОМ СИСТЕМУ

Према подацима за треће тромесечје 2024, учешће долара у алоцираним светским девизним резервама је 57,39%, удео евра износи 20,02% (док јуан далеко заостаје са тек 2%).² У години креирања монете еврозоне удео исте био 17,9%, док је долар чинио чак 71% свих алоцираних девизних резерви (потом се удео евра у глобалним девизним резервама постепено повећавао, све до избијања кризе у еврозони 2009).³ Међутим, раст банкарских депозита, средстава државних фондова и приватних иностраних холдинг деноминираних у доларима, посебно у земљама у развоју, више него надокнађује пад доларског удела у девизним резервама.⁴ Учешће евра у обвезницама деноминираним у иностраној валути (искључујући домаће емисије) на крају 2008. износио је око 32%, након чега је значајно опао због кризе у еврозони, да би поново значајно порастао (на 24,7% у 2022). И у овом погледу, долар остаје доминантна валута, са уделом од 57% у 2022. Наиме, важна карактеристика која разликује европско тржиште дуга од америчког је његова фрагментација. Упркос значајном повећању емисија заједничких дужничких инструмената ЕУ у еврима последњих година, еврозона и даље игра много мању улогу од долара на глобалном тржишту обвезница. Фактурисање извоза (и увоза) у долару и еврџ одржава се на високим нивоима упркос паду удела САД и еврозоне у глобалној трговини и БДП-у. Док је долар глобално доминантна валута у фактурисању трговине (посебно берзанских роба, попут нафте), евро има регионалну улогу, доминирајући у Европи и деловима Африке. Емпиријске процене сугеришу да стандардни теоријски механизми који подстичу употребу валуте велике привреде – тј. стратешке комплементарности у одређивању цена и интеграцији у прекограничне ланце

² "Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve – At a Glance – IMF Data". Интернет: <https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4>, 15. 3. 2025.

³ Иначе, опадајући тренд долара генерално се може објаснити све већим учешћем мањих, нетрадиционалних валута у резервама централних банака.

⁴ "De-dollarization: The end of dollar dominance?". Интернет: <https://www.jpmorgan.com/insights/global-research/currencies/de-dollarization>, 15. 3. 2025.

вредности – подупиру употребу долара и евра за фактурисање међународне трговине.⁵ Ако се искључе трансакције унутар еврозоне, процењено учешће евра у фактурисању међународне трговине је 30%, а долара 54% (јуан је 4%).⁶ Када је у питању глобална трговина, важан индикатор су и удели водећих монета у финансирању исте. Тако је у јануару 2025. удео долара износио чак 83,49%, док је евро, са 5,16%, заузео тек треће место, после јуана (6,14%).⁷ Доминација долара је видљива и на основу глобалног девизног промета, будући да исти, са уделом од чак 88,4% у свим девизним трансакцијама у оба смера, обухвата 44,2% глобалног девизног промета. Евро заузима друго место са 15,8%, трећи је јапански јен (8,4%), док је удео јуана тек 3,5%.⁸ Још један важан показатељ колико је валута распрострањена на међународном финансијском тржишту јесте њен удео у SWIFT трансакцијама, који показује колико се често валуте користе за међународна међубанкарска плаћања. Тако је у јануару 2025. удео долара износио 50,17%, евра 21,98%, фунте 6,91%, а јуана 3,79%.⁹ Међутим, искључујући евро трансакције унутар еврозоне, удео евра у истински међународним трансакцијама износи тек 12,97%, док је учешће долара последично више – 59,86%, будући да се знатан део екстерне трговине еврозоне фактурише у америчкој монети. Релативно скромна позиција монете еврозоне у међународним плаћањима, и поред тога што је подржана економијом која чини 12% глобалне привреде, што је тек благо мање од 15,5% колико је удео САД у светском БДП-у по куповној моћи, указује на снагу долара.¹⁰ Износ готовине у одређеној валути ван њеног валутног подручја је такође важан индикатор. ЕЦБ процењује да између 30% и 50% новчаница евра циркулише ван еврозоне, што је било еквивалентно најмање 167 милијарди

⁵ Georgios Georgiadis, Helena Le Mezo and Arnaud Mehl, "The euro as an invoicing currency for global trade". Интернет: <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202106~a058f84c61.en.html#toc20>, 12. 3. 2025.

⁶ "Dollar Dominance Monitor". Интернет: <https://www.atlanticcouncil.org/programs/geo-economics-center/dollar-dominance-monitor/>, 10. 3. 2025.

⁷ "RMB Tracker Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency". Интернет: <https://www.swift.com/swift-resource/252383/download>, 21. 2. 2025.

⁸ "Triennial Central Bank Survey OTC foreign exchange turnover in April 2022 Monetary and Economic Department". Интернет: https://www.bis.org/statistics/rpfx22_fx_annex.pdf, 5. 3. 2025.

⁹ "RMB Tracker Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency". Интернет: <https://www.swift.com/swift-resource/252383/download>, 21. 2. 2025.

¹⁰ Hung Tran, "The Euro's share of international transactions is likely smaller than it looks". Интернет: <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/econographics/the-euros-share-of-international-transactions-is-likely-smaller-than-it-looks/>, 10. 1. 2025.

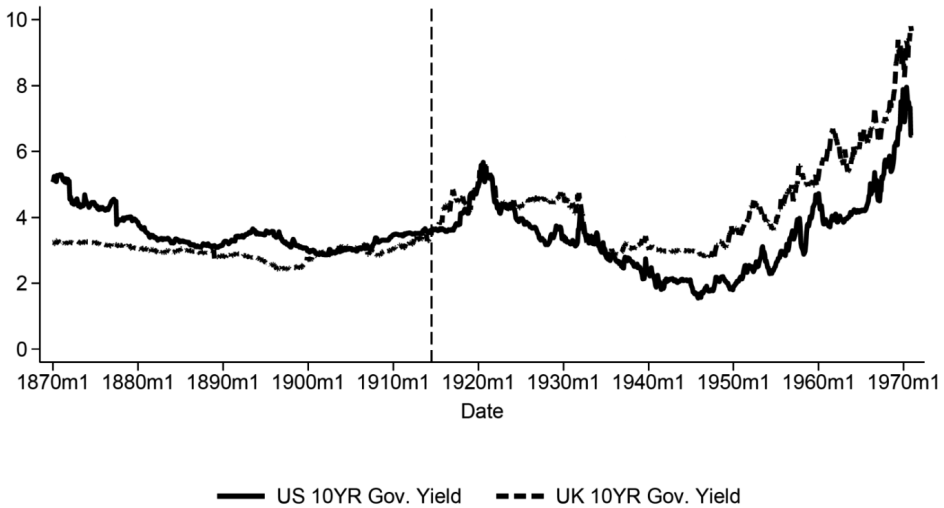
евра на крају децембра 2020. Наиме, евро се користи у земљама које нису део ЕУ или су чак географски удаљене од Европе (кроз „евроизацију“ или посредно, кроз фиксни курс према еврџ, што је случај са бројним афричким земљама). Међутим, и овде је огромна предност долара. Према проценама ФЕД-а, крајем 2022. године било је више од хиљаду милијарди долара у новчаницама које су држали страни корисници, што је чинило око половину свих доларских новчаница у оптицају.

3) ШТА ЈЕ ГЛАВНИ РАЗЛОГ ГЛОБАЛНЕ ДОМИНАЦИЈЕ ДОЛАРА

Претходна анализа најважнијих макроекономских индикатора показује хегемонију долара и позицију евра као убедљиво друге по важности валуте у међународном финансијском систему. Чини се извесним да ће долар наставити да држи кључно место у глобалној економији још дуго времена, пошто испуњава већину услова да би задржао статус водеће валуте. Пре свега, долар поседује ликвидна и дубока финансијска тржишта, конвертибилност валуте, као и одређени ниво правне предвидивости. Међутим, можда је главни разлог осам деценија дуге доминације долара економска моћ и војна супремација САД као емитента. Иако се многим чини као стална, односно непролазна, та доминација није предодређена, већ је резултат историјских транзиција у којима је војна моћ у више наврата преобликовала глобални финансијски поредак. Како показује студија Пјера Јареда, са периодима геополитичких преокрета дешавају се и снажна померања разлика у каматама, тј. у приносима на државне обвезнице новог и старог хегемона.¹¹ Наиме, тек након Првог светског рата САД су потиснуле Британију као водећу светску финансијску силу, што се, поред осталог, може видети и по мањим приносима на америчке десетогодишње државне обвезнице, што указује на нижу, односно повољнију, цену задуживања трезора САД.

¹¹ Pierre Yared, "US military strength secures financial dominance". Интернет: <https://cepr.org/voxeu/columns/us-military-strength-secures-financial-dominance>, 2. 3. 2025.

Слика 1. Приноси на америчке и британске (десетогодишње) државне обвезнице пре и после Првог светског рата (1870–1970)¹²



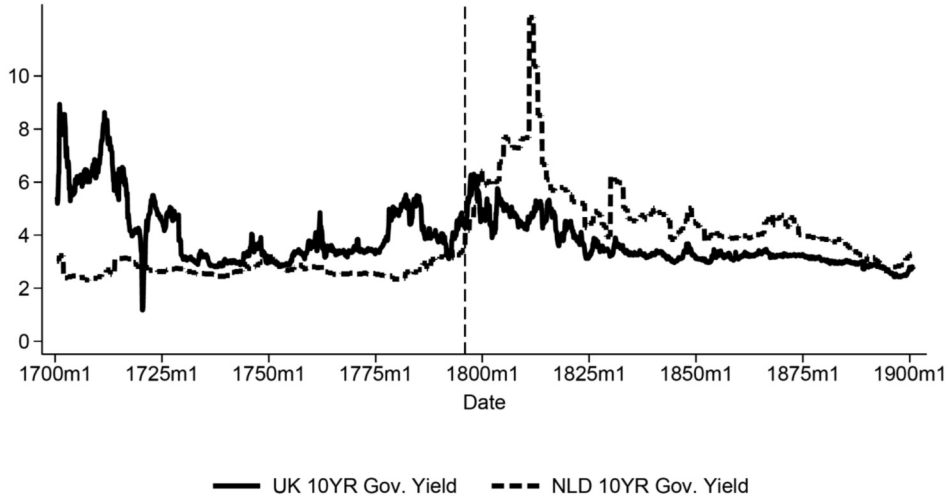
И поред развоја и појаве све софистициранијих финансијских инструмената током 19. века, слични процеси трансформације војне и финансијске моћи постојали су и раније.

За Велику Британију 18. век било је доба потпуне консолидације политичке и економске моћи који је започео стављањем Португалије под сопствени утицај 1703. године (који је коинцидирао са новим растом експлоатације злата у Бразилу), победама над Француском у Индији и Северној Америци и почетком индустријске револуције средином столећа. Њеној моћи, несумњиво, погодовало је и вишедеценијско слабљење Низоземске и политичко-економска криза и нестабилност у Француској. На почетку револуционарних ратова у Европи на крају 18. века Британија је већ била доминантна сила, упркос поразу у Америчком рату за независност и монетарним проблемима услед бројних коалиционих ратова против Француске у Европи од 1792. до 1815. године.¹³ У претходна три века можемо уочити јасан образац – финансијска доминација пратила је војну моћ, посебно током периода европских и, уопште, глобалних нестабилности.

¹² *Ibid.*

¹³ Pierre Vilar, *Zlato i novac u povijesti: 1450–1920*, Nolit, Beograd, 1990.

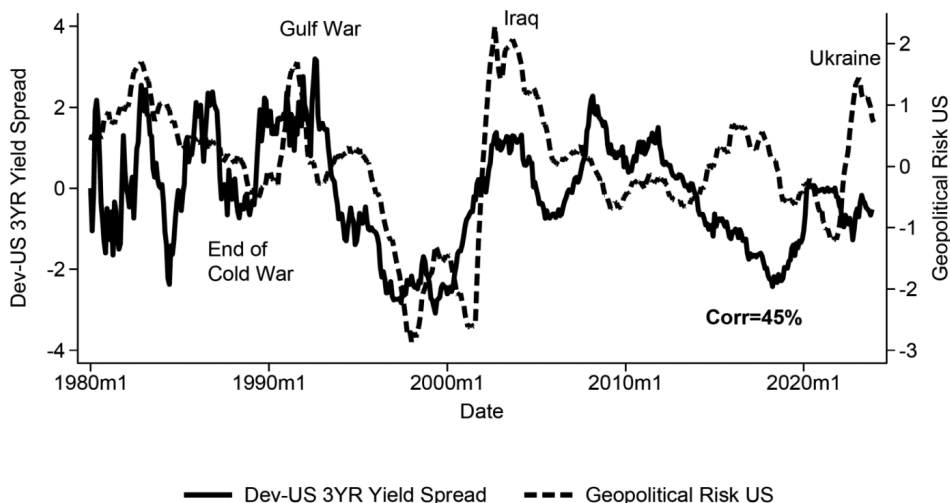
Слика 2. Приноси на британске и низоземске (десетогодишње)
државне обвезнице (1700–1900)¹⁴



САД су, сходно томе што су биле међу силама победницама, после Првог и Другог светског рата одржавале нижу инфлацију и јачу финансијску стабилност, док су се поражене земље суочавале са растућом инфлацијом, девалвацијом својих монета и галопирајућим дуговима, који су потом били скоро потпуно обезвређивани. Чини се да војна доминација уверава инвеститоре да држава неће трпети економски хаос пораза, што учвршћује поверење у њену кредитну способност. Усклађеност између војне снаге и финансијских привилегија може се видети и на основу узрочне везе између геополитичких криза и пада цене по којој се може задуживати америчка држава. Тако су током Заливског рата, рата у Ираку или рата у Украјини, приноси на америчке обвезнице опадали јер су инвеститори тражили тзв. сигурно уточиште, тј. имовину за коју гарантује војно доминантна држава.

¹⁴ Pierre Yared, *op. cit.*

Слика 3. Разлика између приноса на трогодишње америчке и обвезнице шест развијених земаља (Аустралија, Француска, Немачка, Италија, Јапан, Британија) 1980–2023¹⁵



Дакле, војна моћ повећава поверење инвеститора у способност дате земље да ће исплаћивати своје дугове, што је посебно важно у временима кризе. Једнако важно, финансијска доминација омогућава хегемону да финансира своју војску по нижим трошковима задуживања, тиме додатно јачајући свој глобални положај. Наравно, све ово не значи да стандардни услови за одржавање глобално доминантне валуте, попут дубоких финансијских тржишта или глобално разгранатих трговинских мрежа нису битни. Војна моћ није само фактор подршке, већ је „камен темељац“ финансијске надмоћи Америке. Међутим, оваква предност није неупитна. Тако би потенцијални ривал са дубоким финансијским тржиштима могао би да угрози тренутни поредак, тиме подстичући брзу хегемонску транзицију. На пример, настојање Кине да интернационализује јуан представља директан изазов доминацији долара и, са америчке тачке гледишта, примарни безбедносни ризик. Наиме, глобално прихваћена кинеска валута могла би привући међународни капитал, поткопавајући америчке финансијске привилегије и њену способност да одржи војну супериорност. Способност САД да искористи глобална финансијска тржишта тако што ће се задуживати по ниским каматним стопама (а често реално негативним), истовремено привлачећи капитал, односно инвестиције,

¹⁵ *Ibid.*

тренутно пружа тој земљи важну геополитичку предност. Последично, губитак кредитне способности – било због високих наслеђених дугова или неспособности Конгреса да неусaglаси тзв. горњу границу јавног дуга – има потенцијал да угрози и финансијски и војни статус САД. Како тврди, већ поменути Јаред, супротно постојећем доминатном мишљењу, дефицитарна потрошња је, стратешки посматрано, добар избор у датим околностима, упркос томе што су растући јавни дуг (98% БДП-а 2024), и веома висок фискални дефицит (чак 6,4% БДП-а 2024) негативни фактори глобалне позиције долара.¹⁶ Наиме, позајмљивање за финансирање војске не треба посматрати само као фискално оптерећење – већ као начин на који се јача основа за амерички финансијски привилегован положај. Осигуравајући своју геополитичку доминацију, таква потрошња може осигурати релативно ниже дугорочне трошкове задуживања. С тим повезано, снажни војни резерви могу имати катастрофалне последице по хегемона. Наиме, с тим повезано креирање перцепције о слабијој војсци нарушило би привилегију америчког задуживања, поскупело би јавну потрошњу САД и водило ка зачараном кругу раста каматних стопа и опадања глобалног утицаја САД. Дакле, интеракција између војне и финансијске доминације није само академско, већ питање опстанка тренутног глобалног финансијског система са Америком у његовом средишту. Повезано с претходним, за Вашингтон је олакшавајућа околност то што државе које одржавају блиске односе са САД неће бити претерано заинтересоване за било какву промену у статусу долара као доминантне светске валуте. То, поред земаља у којима је матерњи језик енглески, важи и за већи део чланица ЕУ и еврозоне, које се добрим делом ослањају на војну моћ САД.

4) ПРЕПРЕКЕ ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИЈИ ЕВРА

Постоје разне баријере које спречавају даљу интернационализацију евра. Оне се, пре свега, тичу економске и политичке хетерогености и структурних проблема држава чланица, непотпуног карактера монетарне уније и недостатка суверености емитента валуте. Постоје и различита становишта чланица еврозоне у погледу продубљивања монетарне интеграције, посебно у домену фискалне интеграције, као и улоге коју заједничка валута треба да игра у међународном финансијском систему. У том контексту, посебно су важне разлике у интересима Француске и Немачке. Насупрот Француској која има дугу традицију отпора доминацији долара и тежњи да се кроз евро ЕУ одбрани од притиска САД, Немачка има традиционално гледиште да интернационализација

¹⁶ Jeremiah Cushman, "US federal debt nears 98% of GDP, says US GAO". Интернет: <https://www.janes.com/osint-insights/defence-news/industry/us-federal-debt-nears-98-of-gdp-says-us-gao>, 17. 2. 2025; "Monthly Budget Review: Summary for Fiscal Year 2024 | Congressional Budget Office". Интернет: <https://www.cbo.gov/publication/60843/html>, 2. 3. 2025.

валуте треба да буде производ тржишних одлука заснованих на поверењу у стабилне економске основе еврозоне. У Немачкој, као „европској сили у средишту“, постоје велике дилеме око тога треба ли да се ЕУ чвршће финансијски и монетарно интегрише, па чак и да се креира заједничка политика задуживања. Пословне, политичке и финансијске елите које су оличене у немачком десном центру (ЦДУ/ЦСУ и ФДП) и десници (АФД) на различит начин противе се даљим интеграцијама. Наиме, даље јачање међународне улоге евра довело би до апресијације валуте, негативних последица по немачку извозно оријентисану привреду, као и, уопште, проблема око задуживања. Супротно томе, странке левог центра (СПД и Зелени/Савез 90) траже већу флексибилност и чвршћу европску интегрисаност како би се што ефикасније одговорило на растуће изазове у привреди, безбедности и одбрани.¹⁷

Главни изазов еврозоне односи се на њену хетерогеност, која се манифестује и у неуједначеним нивоима отпорности на екстерне шокове, што се сматра једним од главних узрока криза у еврозони. Наиме, европске економије имају веома различите структуре, а различите су и улоге које државе имају у економији, што се може видети по нивоу јавне потрошње у односу на БДП. Док је јавна потрошња на нивоу еврозоне и ЕУ 49,5%, тј. 49% БДП-а, у Француској она износи чак 57%, у Италији 53,8%, у Немачкој 48,4%, док је изразито ниска у мањим економијама Уније, Малти и Ирске са 36,3% и 22,7% БДП-а у 2023.¹⁸ Постоје и значајна одступања у отворености економија, што се види и по учешћу

¹⁷ Историјски, Немачка је посебно од кризе семадесетих година 20. века заговарала изразити фискални конзервативизам, без обзира на то да ли су на власти биле социјалдемократе или демохришћани. Видети: Julian Germann, "German 'Grand Strategy' and the Rise of Neoliberalism", *International Studies Quarterly*, 2014, vol. 58, no. 4, pp. 706–716. О различитим политичким становиштима немачких странака: "Politikwechsel für Deutschland. Wahlprogramm von CDU und CSU". Интернет: https://www.cdu.de/app/uploads/2025/01/km_btw_2025_wahlprogramm_langfassung_ansicht.pdf, 15. 2. 2025; "Alles lässt sich ändern. Das Wahlprogramm der FDP zur Bundestagswahl 2025". Интернет: https://www.fdp.de/sites/default/files/2024-12/fdp-wahlprogramm_2025.pdf, 13. 2. 2025; "Zeit für Deutschland". Интернет: https://www.afd.de/wp-content/uploads/2025/02/AfD_Bundestagswahlprogramm2025_web.pdf, 14. 2. 2025; "Mehr für Dich. besser für Deutschland. Regierungsprogramm der SPD für die Bundestagswahl 2025". Интернет: <https://mehr.spd.de/custom-static-assets/documents/Regierungsprogramm.pdf>, 11. 2. 2025; "Zusammen wachsen: Unser Regierungsprogramm für die Bundestagswahl". Интернет: https://cms.gruene.de/uploads/assets/Regierungsprogramm_DIGITAL_DINA5.pdf, 20. 2. 2025. Унутар академске заједнице већ постоје предлози о чвршћој интеграцији на нивоу ЕУ. Видети: Jürgen Neyer, *Europa im Unfrieden. soziale Konflikte und politische Umwälzungen in der europäischen Geschichte und Gegenwart*, Transcript Verlag, Bielefeld, 2023.

¹⁸ "Government finance statistics – Statistics Explained". Интернет: <https://data.imf.org/?sk=a0867067-d23c-4ebc-ad23-d3b015045405>, 15. 3. 2025.

извоза и увоза у генерисаном БДП-у (у Немачкој 82,8%, у Француској 70,6%, у Низоземској 165,9%, у Аустрији 116,8% у 2023).¹⁹ Земље чланице ЕУ показују значајне структурне разлике и у многим другим областима, на пример, у институцијама тржишта рада, образовању и системима социјалне сигурности. Хетерогеност економија еврозоне није само последица разноликости економских система, већ и њихове различите величине. Диспаритет у величини БДП-а манифестује се кроз различитост пословних циклуса, те и на друге метрике попут стопа инфлације. Економска хетерогеност међу државама чланицама веома отежава постизање стварне конвергенције у зони евра, и с тим повезано, постоје многи знаци доходовне дивергенције у оквиру блока. Додатно, непотпуност монетарне уније односи се и на доминатно национално регулисани банкарски сектор. Петнаест година након почетка кризе у еврозони, многе земље чланице се и даље боре са бројним структурним проблемима који се тичу конкурентности, високих трошкова енергетске транзиције, одрживости јавних финансија, стабилности банкарског сектора и проблемима на тржишту рада (нпр. разлике у регулативи тржишта рада, посебно у одређивању плата, довеле су до различитих трошкова рада, што је заузврат утицало на реалне ефективне курсеве, чиме је јаз у конкурентности продубљен). Централни изазов многих земаља еврозоне је висок ниво јавног дуга, који је био главни покретач кризе између 2009. и 2015. године, и који је довео до снажног губитка поверења у заједничку валуту. Док је ЕЦБ одговорна за монетарну политику, развојна и фискална политика су на државама чланицама. Различити политички интереси и структурни проблеми појединих земаља ометају напоре ка фискалној интеграцији, чак и на тако основном нивоу као што је успостављање заједничких правила фискалне политике. Постоји недостатак поверења међу чланицама еврозоне, који произилази из страха од неконтролисаних ризика који проистичу из несразмерно већег потенцијала јавних финансија у неким од већих земаља еврозоне попут Италије.

5) НАПОРИ НА ЈАЧАЊУ МЕЂУНАРОДНЕ УЛОГЕ ЕВРА

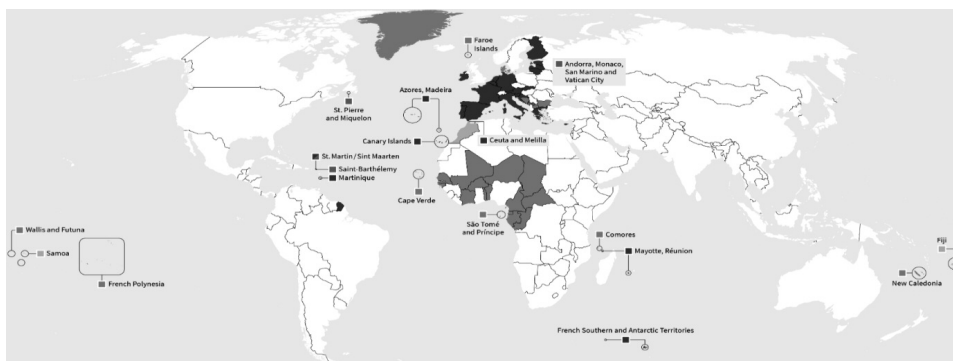
Иако је потенцијална улога евра као изазивача глобалној доминацији долара од стране Европске комисије била посматрана као позитивни ефекат монетарне интеграције, тек након јачања његове позиције у међународном монетарном систему (које је било интензивно након 1999. а закључно са 2006), заједно са негативним аспектима доминације долара, интензивирале су се дебате потреби активног промовисања глобалне улоге монете еврозоне.²⁰

¹⁹ "Trade as a share of GDP, 2023". Интернет: <https://ourworldindata.org/grapher/trade-as-share-of-gdp>, 15. 3. 2025.

²⁰ Глобална позиција евра, према већини доступних метрика, почела је да слаби од 2006, да би крајем друге деценије 21. века евро имао сличну међународну тежину као на свом почетку.

Наиме, приликом креирања евра геополитички разлози нису били примарни мотив, већ осигурање стабилности све интегрисанијег јединственог тржишта и избегавање сталних несугласица о девизним курсевима многобројних валута, који су, посебно Немачкој, омогућавали политички доминантну позицију.²¹ Последњих година и ЕЦБ и Европска комисија показују појачану ангажованост по питању јачања међународне улоге евра (акциони план који укључује петнаест кључних мера на плану реализације тог циља састављен је почетком 2021).²² Почетком 2025. тежње ка стратешкој аутономији ЕУ добиле су нови импулс и то услед агресивне трговинске политике нове администрације у Белој кући. С тим повезано, повећана међународна улога евра би свакако била фактор ојачане глобалне позиције ЕУ, иако Брисел несумњиво препознаје све предности долара, који још увек испуњава критичне предуслове за позицију међународне валуте.

Слика 4. Коришћење евра и валута фиксираних за евро у свету²³



²¹ Paweł Tokarski, "The Euro in a World of Dollar Dominance". Интернет: <https://www.swp-berlin.org/10.18449/2024RP02/>, 5. 2. 2025.

²² "The International Role of the Euro". Интернет: <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/index.en.html>, 5. 2. 2025. Ово је, додуше, био део ширих настојања ЕУ да учврсти свој став у низу стратешких питања. Видети: Душко Димитријевић, Ненад Васић „Европска Зелена агенда“, *Европско законодавство*, 2022, vol. 21, бр. 79, стр. 173–194; Душко Димитријевић, „Стратегија Европске уније о економској безбедности“, *Европско законодавство*, vol. 22, бр. 83, 2023, стр. 91–109.

²³ Paweł Tokarski, "The Euro in a World of Dollar Dominance". Интернет: <https://www.swp-berlin.org/10.18449/2024RP02/>, 5. 2. 2025.

Имајући и виду све извеснију ескалацију трговинског рата САД против преостале две највеће светске економије – Кине и ЕУ, у неким европским круговима активирана је неформална прича о промовисању евра у напору да се заштите домаћа предузећа од потеза нове администрације у Белој кући.²⁴ Међутим, сваки план за јачање међународне улоге евра захтева снажнију политичку подршку чланица уније да би се креирало тржиште капитала на нивоу еврозоне, те емитовали значајнији износи европских обвезница. Унутар ЕУ постоји отпор оваквим мерама, а велику скепсу већ више деценија показује и Немачка у погледу тих промена.²⁵ Органи управљања ЕУ морају да извуку поуке из историје међународног монетарног система, који нам говори да су промене у глобалном монетарном стандарду и доминантној валути ретке, да се дешавају само као резултат ванредних шокова попут светских ратова или глобалних економских криза и да је потребно неколико деценија да се заврше. Чак и потпуно остваривање плана за повећање међународне улоге евра неће довести у питање доминантну улогу долара, већ би само омогућио ограничено повећање удела евра у званичним резервама и трговинским и финансијским трансакцијама. И такав лимитирани циљ захтева вишегодишње напоре, односно бројне реформе унутар еврозоне и ЕУ.²⁶ Ограничен капацитет Европе да пројектује војну и геостратешку моћ изазива сумњу да ли ће евро икада моћи да се такмичи са доларом. С тим повезано, низак паритет евра према долару током последњих неколико година, иако одражава дивергенцију циклуса монетарне политике у обе економије, може бити последица и геополитичких тенденција. Наиме, рат у Украјини указао је на сву рањивост геостратешке позиције ЕУ, која остаје зависна од америчког „безбедносног кишобрана“. С тим је повезан управо и успон евра као међународне валуте која коинцидира са стабилним евроатлантским односима, укључујући и снажну улогу НАТО алијансе (то је свакако био фактор олакшаног токова добара, услуга, инвестиција и идеја између Европе и САД, размене која далеко надмашује било који други билатерални економски однос). Све наведено сугерише да би дугорочна улога евра, као једне од водећих светских резервних

²⁴ Последица трговинског рата САД и НР Кине могло би да буде преусмеравање огромних индустријских и извозних капацитета Кине ка другим тржиштима, а посебно ЕУ. Европа би могла да доживи појачану конкуренцију од стране компанија из Кине, што би, иначе већ високи, трговински дефицит ЕУ у размени са Кином од 305 милијарди евра у 2024. години могло додатно повећати.

²⁵ Achim Matzke, “20 Jahre Konservative Strategie – Eine Zwischenbilanz”. Интернет: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/aktien-gegen-anleihen-20-jahre-konservative-strategie-eine-zwischenbilanz-110207028.html>, 7. 1. 2025.

²⁶ Marek Dabrowski, “Can the Euro Dethrone the US Dollar as the Dominant Global Currency? Not so Soon, if Ever”. Интернет: https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/207504/CASE_FINAL%20online.pdf, 15. 2. 2025.

монета, могла бити остварена у свету у коме доминира долар и где би евро био „хегемон у сенци“. Алтернативни пут за одржавање тренутне позиције евра јесте настајање мултиполарног валутног система (где би се као релевантна монета профилисао и јуан/ренминби). Студија Бројгела, аналитичког центра из Брисела, указује да постоји неколико области у којима евро још увек не испуњава захтеве за главну резервну валуту.²⁷ Наиме, Европа не пружа „велику и еластичну понуду“ сигурних хартија од вредности, пре свега обвезница, која би била потребна за развој дубоких и ликвидних финансијских тржишта за подршку евр у временима кризе. Иначе, главни подстрек за „удруживање дугова“ била је пандемија COVID-19, која је приморала земље чланице ЕУ да створе посебан фонд на основу буџета ЕУ. Кључни елемент био је Инструмент за опоравак и отпорност у износу до 724 милијарде евра. Међутим, овај механизам усвојен је као привремена и једнократна мера. Европски механизам за стабилност, који је покренут 2012. са капацитетом до 500 милијарди евра, тренутно игра подређену улогу у стабилизацији еврозоне, пошто потенцијални примаоци ове помоћи нису вољни да прихвате с тим повезане услове. Идеја је да се најављени програм финансирања појачаних издатака за одбрану од 150 милијарди евра такође финансира заједничким обвезницама ЕУ. Ипак, све ове емисије обвезница ЕУ, укључујући и оне у плану, још увек су релативно мале и углавном привремене, те је мало вероватно да ће се суштински променити међународну улогу евра.²⁸ Из ових разлога, напори еврозоне на консолидацији углавном се ослањају на интервенције евросистема (кога чине ЕЦБ и све централне банке еврозоне). Земље ЕУ морале би такође да предузму значајније кораке како би заокружиле унију банака и тржишта капитала. Истина, последњих година постигнут је значајан напредак, посебно у изградњи институција потребних за стварање једнаких услова за банке и управљање системским ризицима. Међутим, сектор је и даље фрагментиран по националним линијама (што је главна препрека за инвеститоре који траже могућности улагања у ликвидне активе), док упркос стварању заједничког система банкарске супервизије још увек не постоји заједничка схема гаранције депозита. Иако су земље еврозоне показале вештину и одлучност у остваривању заједничких економских циљева кроз заједничке институције и међувладину сарадњу, ЕУ није јединствена држава, суверени интереси су и

²⁷ Guntram B. Wolff and Grégory Claeys, “For the Euro There Is No Shortcut to Becoming a Dominant Currency”. Интернет: <https://www.bruegel.org/blog-post/euro-there-no-shortcut-becoming-dominant-currency>, 13. 2. 2025.

²⁸ Од продубљивања европских финансијских тржишта корист би имала ЕУ пре свега зато што би то смањило трошкове прикупљања капитала и редуковало зависност од иностраних финансијских институција и правне контроле држава изван зоне евра. ЕУ би морала, уколико жели у потпуности да има корист од аутономије у овој области, да унапреди паневропску шему плаћања картицама по угледу на мастеркард систем у САД.

даље подељени по важним културним и политичким линијама, а политике појединих држава би могле да пониште тешко креирани консензус о снажнијој европској интеграцији.²⁹ Управо је недостатак јединственог суверена иза заједничке валуте један од главних разлога неуспеха да евро постане озбиљнија алтернатива долару. На пример, коегзистенција различитих политичких циклуса, односно избора, унутар еврозоне представља велики изазов за њену кохезију. То што нису све државе ЕУ чланице еврозоне, компликује функционисање институција ЕУ у питањима економске политике.

6) ЗАКЉУЧАК

Хегемонија долара, у поређењу са другим историјским периодима, представља необичан феномен, како по степену доминације у глобалном монетарном систему тако и по свом трајању. У ранијим епохама водеће монете су привремено коегзистирале са другим ривалским валутама – шпански реал се „такмичио“ са низоземским гулденима, британска фунта се готово два века суочавала са изазовом француског биметалног стандарда азијских валута заснованих на сребру, немачке марке и америчког долара. Имајући у виду све предности долара у контексту позиционирања као доминантне међународне валуте, тешко је веровати да ћемо ускоро сведочити значајној промени тог статуса. Међутим, управо би сам Вашингтон могао да убрза процесе који би могли угрозити његову глобалну финансијску доминацију. Међутим, поједине мере Вашингтона могу да убрзају процесе који доводе у ризик његову глобалну финансијску доминацију. Посебно ће се Трампова агресивна трговинска стратегија суочити са фундаменталном контрадикцијом – тешко је задржати глобалну доминацију долара као доминантне светске резервне валуте уколико се намећу царине и одбацује мултилатерализам у циљу прокламоване заштите америчког радништва. Као једно од могућих решења намеће се и све већа употреба криптовалута. Ентузијазам Трампове администрације указује да би криптовалуте (*stablecoins*), подржане доларима, могле да деле предности и карактеристике које су некада покретале раст тржишта евро-долара. И овде емитенти раде без регулаторних ограничења и немају користи од директног приступа средствима за ликвидност ФЕД-а, али уз додатну предност – потпуну анонимност. Додатно, међународна трговина би могла бити фактурисана и финансирана у криптовалутама, које би могле служити и као инструмент држања глобалних резерви – чиме би индиректно ојачала превласт долара. Међутим, будући да биланси издаваоца *stablecoins-a* укључују краткорочне

²⁹ Martin Mühleisen, “The international role of the euro and the dollar: Forever in the lead?”. Интернет: <https://www.atlanticcouncil.org/in-depth-research-reports/issue-brief/the-international-role-of-the-euro-and-the-dollar-forever-in-the-lead/>, 27. 9. 2024.

државне записе и краткорочне зајмове са колатералом (*repos*), они су такође рањиви на шокове, односно кризе поверења – слично као заједнички фондови на тржишту новца. Сходно томе, њима је потребан заштитни механизам, што их приморава да се ослоне на сигурност интервенције ФЕД-а током криза. Овај ризик може објаснити Трампово противљење финализацији суверене дигиталне валуте коју би издавао ФЕД. Наиме, таква монета би могла да побољша финансијску стабилност, али не би гарантовала анонимност, што је чини непопуларном међу заговорницима криптовалута и комерцијалним банкама. Без обзира на Трампово резонување, таква стратегија би ипак могла бити један од начина да се што дуже сачува глобални статус долара, наравно без прихватања мултилатерализма.³⁰ Интензивирање трговинског рата са Кином такође је изазов за Вашингтон. Наиме, ривалство између две највеће светске економије постепено би могло прећи на питања валута и платних система, пошто доминација долара има негативне реперкусије за Кину. Што се тиче интернационализације јуана/ренминбија, Пекинг је начинио пуно напора у том правцу током последње скоро две деценије. Интензивирање је фактурисање трговинских трансакција у јуану, склопљени су бројни аранжмани о валутним своповима са преко 40 централних банака широм света (чиме се обезбеђује кракорочна ликвидност у ренминбијима), успостављано је конвертибилно „offshore“ тржиште за јуане у Хонг Конгу, изграђена је сопствена инфраструктура за прекогранична међубанкарска плаћања (CIPS). Међутим, упркос геополитички амбициозном инфраструктурном инвестиционом програму (иницијатива Појас и пут), чији ефекат је стварање повећане тражње за јуаном, и чињеници да је ММФ званично прогласио ренминби резервном валутом 2016. године укључивши га у систем специјалних права вучења (SDR), напори администрације у Пекингу још увек нису довели до значајног јачања међународне улоге кинеске монете (што се може видети по свим наведеним метрикама). Као резервна валута за централне банке, као средство акумулације и као трансакцијска валута, који су главни фактори који одређују степен интернационализације дате монете, долар доминира, евро заузима друго место у међународном монетарном систему, док је јуан удаљено треће место. Претходна анализа најважнијих макроекономских индикатора показује хегемонију долара и позицију евра као убедљиво друге по важности валуте у међународном финансијском систему (те јуана као монете која се бори за „удаљено“ треће место). Иако је учешће евра значајно у многим тржишним сегментима, на пример, у платним трансакцијама преко SWIFT-а, он је и даље у многим аспектима регионална валута, док је јуан тек на путу да то евентуално постане. С обзиром на то да

³⁰ Lucrezia Reichlin, “Will Crypto Save the Dollar?”. Интернет: <https://www.project-syndicate.org/commentary/could-cryptocurrencies-help-trump-reconcile-trade-protectionism-and-dollar-dominance-by-lucrezia-reichlin-2025-01>, 31. 1. 2025.

долар и даље испуњава већину услова да би задржао статус водеће валуте, чини се да ће наставити да још дуго држи кључно место у глобалној привреди. Ова доминација повезана је са економским и геополитичким чиниоцима. Наиме, САД поседују ликвидна и дубока финансијска тржишта, а долар има неупитну конвертибилност и правну предвидљивост (барем за савезничке земље и мале земље у међународном поретку), упркос санкцијама бројних држава. И на крају, а можда и најважније, америчка војна доминација упркос изазовима успешно се одржава.

7) ИЗВОРИ

- “Alles lässt sich ändern. Das Wahlprogramm der FDP zur Bundestagswahl 2025”. Интернет: https://www.fdp.de/sites/default/files/2024-12/fdp-wahlprogramm_2025.pdf, 13. 2. 2025.
- “Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve – At a Glance – IMF Data”. Интернет: <https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4>, 15. 3. 2025.
- Cushman, Jeremiah, “US federal debt nears 98% of GDP, says US GAO”. Интернет: <https://www.janes.com/osint-insights/defence-news/industry/us-federal-debt-nears-98-of-gdp-says-us-gao>, 17. 2. 2025.
- “De-dollarization: The end of dollar dominance?”. Интернет: <https://www.jpmorgan.com/insights/global-research/currencies/de-dollarization>, 15. 3. 2025.
- “Dollar Dominance Monitor”. Интернет: <https://www.atlanticcouncil.org/programs/geoeconomics-center/dollar-dominance-monitor/>, 10. 3. 2025.
- Димитријевић, Душко, Ненад Васић „Европска Зелена агенда”, *Европско законодавство*, 2022, vol. 21, бр. 79.
- Димитријевић, Душко, „Стратегија Европске уније о економској безбедности”, *Европско законодавство*, vol. 22, бр. 83, 2023.
- “Дневни преглед каматних стопа”. Интернет: <https://webappcenter.nbs.rs/WebApp/FinancialMarket/BeliborAndGovernmentSecurities?isSearchExecuted=true>, 20. 3. 2025.
- Dabrowski, Marek, “Can the Euro Dethrone the US Dollar as the Dominant Global Currency? Not so Soon, if Ever”. Интернет: https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/207504/CASE_FINAL%20online.pdf, 15. 2. 2025.
- “Government finance statistics – Statistics Explained”. Интернет: <https://data.imf.org/?sk=a0867067-d23c-4ebc-ad23-d3b015045405>, 15. 3. 2025.
- Georgiadis, Georgios, Helena Le Mezo and Arnaud Mehl, “The euro as an invoicing currency for global trade”. Интернет: <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202106~a058f84c61.en.html#toc20>, 12. 3. 2025.

- Germann, Julian, "German 'Grand Strategy' and the Rise of Neoliberalism", *International Studies Quarterly*, 2014, vol. 58, no. 4.
- "HICP – monthly data (annual rate of change)". Интернет: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/PRC_HICP_MANR_custom_3761882/bookmark/table?lang=en&bookmarkId=4ad27e6f-358a-4a3d-82a0-587d69a833eb, 3. 2. 2025.
- "Long-term interest rate statistics for EU Member States". Интернет: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html, 15. 3. 2025.
- Matzke, Achim, "20 Jahre Konservative Strategie – Eine Zwischenbilanz". Интернет: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/aktien-gegen-anleihen-20-jahre-konservative-strategie-eine-zwischenbilanz-110207028.html>, 7. 1. 2025.
- "Mehr für Dich. besser für Deutschland. Regierungsprogramm der SPD für die Bundestagswahl 2025". Интернет: <https://mehr.spd.de/custom-static-assets/documents/Regierungsprogramm.pdf>, 11. 2. 2025.
- "Monthly Budget Review: Summary for Fiscal Year 2024 | Congressional Budget Office". Интернет: <https://www.cbo.gov/publication/60843/html>, 2. 3. 2025.
- Mühleisen, Martin, "The international role of the euro and the dollar: Forever in the lead?". Интернет: <https://www.atlanticcouncil.org/in-depth-research-reports/issue-brief/the-international-role-of-the-euro-and-the-dollar-forever-in-the-lead/>, 27. 9. 2024.
- Neyer, Jürgen, *Europa im Unfrieden. soziale Konflikte und politische Umwälzungen in der europäischen Geschichte und Gegenwart*, Transcript Verlag, Bielefeld, 2023.
- "Politikwechsel für Deutschland. Wahlprogramm von CDU und CSU". Интернет: https://www.cdu.de/app/uploads/2025/01/km_btw_2025_wahlprogramm_lanfassung_ansicht.pdf, 15. 2. 2025.
- "RMB Tracker Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency". Интернет: <https://www.swift.com/swift-resource/252383/download>, 21. 2. 2025.
- "The International Role Of The Euro And The Dollar Forever In The Lead". Интернет: <https://euagenda.eu/publications/the-international-role-of-the-euro-and-the-dollar-forever-in-the-leadm>, 13. 1. 2025.
- "The International Role of the Euro". Интернет: <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/index.en.html>, 5. 2. 2025.
- Tokarski, Paweł, "The Euro in a World of Dollar Dominance". Интернет: <https://www.swp-berlin.org/10.18449/2024RP02/>, 5. 2. 2025.
- "Trade as a share of GDP, 2023". Интернет: <https://ourworldindata.org/grapher/trade-as-share-of-gdp>, 15. 3. 2025.

- “Triennial Central Bank Survey OTC foreign exchange turnover in April 2022 Monetary and Economic Department”. Интернет: https://www.bis.org/statistics/rpfx22_fx_annex.pdf, 5. 3. 2025.
- Reichlin, Lucrezia, “Will Crypto Save the Dollar?”. Интернет: <https://www.project-syndicate.org/commentary/could-cryptocurrencies-help-trump-reconcile-trade-protectionism-and-dollar-dominance-by-lucrezia-reichlin-2025-01>, 31. 1. 2025.
- Tran, Hung, “The Euro’s share of international transactions is likely smaller than it looks”. Интернет: <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/econographics/the-euros-share-of-international-transactions-is-likely-smaller-than-it-looks/>, 10. 1. 2025.
- Vilar, Pierre, *Zlato i novac u povijesti: 1450–1920*, Nolit, Beograd, 1990.
- Wolff, Guntram B. and Grégory Claeys, “For the Euro There Is No Shortcut to Becoming a Dominant Currency”, <https://www.bruegel.org/blog-post/euro-there-no-shortcut-becoming-dominant-currency>, 13. 2. 2025.
- Yared, Pierre, “US military strength secures financial dominance”. Интернет: <https://cepr.org/voxeu/columns/us-military-strength-secures-financial-dominance>, 2. 3. 2025.
- “Zeit für Deutschland”. Интернет: https://www.afd.de/wp-content/uploads/2025/02/AfD_Bundestagswahlprogramm2025_web.pdf, 14. 2. 2025.
- “Zusammen wachsen: Unser Regierungsprogramm für die Bundestagswahl”. Интернет: https://cms.gruene.de/uploads/assets/Regierungsprogramm_DIGITAL_DINA5.pdf, 20. 2. 2025.

8) ЗНАЧАЈ ЗА РЕПУБЛИКУ СРБИЈУ

Мастрихтски критеријуми конвергенције односе се на земљу која жели да стекне право да користи евро као националну валуту, односно да постане чланица еврозоне. Поједностављено, од државе се захтева: ниска инфлација, стабилна валута, низак ниво дефицита јавне потрошње, стабилност курса, одрживост јавног дуга, као и релативно ниске каматне стопе. Инфлација у земљи кандидату за увођење евра не сме прелазити више од 1,5 процентних поена за просечну инфлацију у три земље чланице ЕУ са најнижом инфлацијом. Јавни дуг земље у години која претходи уласку у еврозону не сме бити виши од 60% БДП-а. Дугорочне (номиналне) каматне стопе могу максимално два процентна поена бити више од оних у три земље чланице ЕУ са најнижим каматама. Фискални дефицит опште државе (консолидовани буџетски дефицит) у години која претходи уласку у еврозону не сме бити виши од 3% БДП-а. Пре уласка у еврозону треба бити и у тзв. *Европском валутном механизму* (ERM II), што, пре свега, подразумева максималну волатилност

домицилне монете према еврџ од $\pm 2,25\%$ у року не мањем од две године (пре тог рока курс дате валуте не сме одступати од вредности евра више од 15% горе или доле). Дакле, државе које приступају валутној унији морају испунити егзактне економске критеријуме предвиђене споразумом из Мастрихта. Поставља се питање – зашто је потребно да земље усвоје строге критеријуме да би ушле у еврозону? Ако би, примера ради, земља по увођењу евра имала више него дозвољену стопу инфлације током година њен реални ефективни курс би апресирао, и тиме значајно смањео конкурентност њене привреде и утицао би негативно на платни биланс и последично на раст спољног дуга. Висок буџетски дефицит (већи од 3%) подигао би јавни дуг, те би се повећала средства из буџета потребна за његово сервисирање. Ово би довело до ефекта „истискивања“ приватних инвестиција, јер би држава морала да се појачано задужује на финансијском тржишту. Поред тога, дошло би и до раста приноса на државне обвезнице, а тиме и до раста општих каматних стопа, што би се негативно одразило на кредитну и привредну активност.

Током кризе 2010. године посебно су биле погођене медитеранске чланице ЕУ, а нарочито Грчка. Лимитиран ниво јавног дуга као и висина каматних стопа су, дакле, снажно повезани са висином буџетског дефицита. На крају, услов релативне стабилности националне монете у годинама пре увођења евра укључује више елемената укупне макроекономске стабилности (нпр. код земље са валутом која годинама благо номинално депресира би при фиксирању за евро могло доћи до појачаног трошења девизних резерви). Евентуална еуризација нуди предности, нарочито у решавању проблема акумулације дуга у девизама и смањивању неизвесности. Евро повећава поверење у финансијски систем и утиче на смањење каматних стопа и инфлације. Ипак, дата земља губи емисиону добит, не може да води монетарну политику (која је, иако лимитирана, ипак инструмент прилагођавање на шокове), не може да „прилагођавањем“ (обарањем) курса ублажава спољну неравнотежу. Када се успе са задовољавањем пакета Мастрихтских критеријума и када се уведе евро, напоран посао није готов. Тада следи трајан напор да се сви критеријуми перманентно испуњавају и тиме осигура конкурентност домицилне економије унутар еврозоне.

Табела 1. Критеријуми за увођење евра и тренутно стање у Србији³¹

Пет критеријума	Објашњење критеријума конвергенције	Критеријуми: стање у Србији 2024–2025
Ниска инфлација	Инфлација у земљи кандидату за увођење евра не сме прелазити више од 1,5 процената просечну инфлацију у три земље чланице ЕУ са најнижом инфлацијом	4,5% међугодишње у фебруару 2025.
Низак буџетски дефицит	Консолидовани буџетски дефицит у години која претходи уласку у еврозону не сме бити виши од 3% ГДП-а	-2% БДП-а 2024. (пројекција на основу буџета за 2025: 3% БДП-а)
Одржив јавни дуг	Јавни дуг земље у години која претходи уласку у еврозону не сме бити виши од 60% ГДП-а	47,4% БДП-а децембра 2024.
Ниске каматне стопе	Дугорочне (номиналне) каматне стопе могу максимално два процентна поена бити више од оних у три земље чланице ЕУ са најнижом инфлацијом.	Принос на државне динарске обвезнице рочности десет и по година у марту 2025: 5,2%.
Стабилна валута	Земља мора бити члан европског валутног механизма (ERM II) најмање две узастопне године пре увођења евра. То значи да курс њене валуте не сме одступати од вредности евра више од 15% горе или доле.	Стабилност динара према евр. Србија није члан ERM II. Динар апресирао према евр. 0,0% у последњих годину дана, закључно са март. 2025. У последње две године динар апресирао према евр. 0,0%.

Народна банка Србије има, слично великом броју земаља земаља, као главни квантификовани циљ централне банке таргетирање нивоа инфлације. У оквиру НБС Монетарни одбор утврђује циљану стопу укупне инфлације

³¹ „Дневни преглед каматних стопа“. Интернет: <https://webappcenter.nbs.rs/WebApp/FinancialMarket/BeliborAndGovernmentSecurities?isSearchExecuted=true>, 20. 3. 2025.

(потрошачке цене: CPI), и она је тренуто 3+-1,5%. Будући да је међугодишња инфлација у фебруару 2025. године 4,5% још увек смо у оквиру циља, али не и у оквиру мастрихтског критеријума, будући да он подразумева да разлика у инфлацији не сме прећи више од 1,5 процентног поена у односу на три земље са најнижом инфлацијом у ЕУ, а то су фебруара 2024. биле Француска са 0,9%, Ирска са 1,4% и Финска са 1,5% (док је инфлација у еврозони била 2,3%).³² Ипак, прогнозе НБС указују да ће од другог тромесечја ове године међугодишња инфлација почети да пада да би се приближила централној вредности таргета, што имплицира да би могла бити у оквиру критеријума конвергенције. Поред високог степена евроизације нашег тржишта, на домаћем тржишту постоје динарске десетогодишње обвезнице и тренутно је принос на њих 5,2%. Наиме, последњи расположиви подаци, за март 2025, показују да је принос на државне обвезнице Републике Србије рочности десет и по година био од 5,2%, на секундарном тржишту.³³ Будући да дугорочне (номиналне) каматне стопе могу максимално два процентна поена бити више од оних у три земље чланице ЕУ са најнижом инфлацијом, те да су у тим државама приноси на десетогодишње државне обвезнице фебруара 2025. били 3,15% (Француска), 2,17% (Данска), 2,82% (Финска), Србија не испуњава овај критеријум. Када је у питању ниво јавног дуга, он је са 45% значајно испод 60%, док је фискални дефицит од 2% у 2024. испод дозвољеног нивоа (3% БДП-а).³⁴ Када је у питању курс динара он је већ 12 година врло стабилан (истина, Србија није члан ЕRM II). Када су у питању додатни критеријуми треба рећи да је разлика у краткорочним каматним стопама према тромесечном EURIBOR-у (2,5%) средином марта 2025. износила око 2,2%, будући да је тромесечни BELIBOR био 4,7%.³⁵ Дефицит текућег рачуна платног биланса износио је 6,1% 2024. Да би Србија увела евро потребно је провести барем две године, и то успешно, у ЕRM II, а у ЕRM II могуће је ући тек по уласку у ЕУ, што је тренутно чини се најтежа препрека. Ваља подсетити да ће пред улазак у ЕУ бити потребно либерализовати у целости капиталне трансакције. Охрабрујуће је што су оне већ сада највећим делом либерализоване, тако да не би требало очекивати веће промене токова капитала са те основе. Међутим, у контексту *catching-up* процеса (реалне конвергенције), који се годинама манифестује у

³² "HICP – monthly data (annual rate of change)". Интернет: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/PRC_HICP_MANR_custom_3761882/bookmark/table?lang=en&bookmarkId=4ad27e6f-358a-4a3d-82a0-587d69a833eb, 3. 2. 2025.

³³ „Дневни преглед каматних стопа“, *op. cit.*

³⁴ "Long-term interest rate statistics for EU Member States". Интернет: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html, 15. 3. 2025.

³⁵ „Дневни преглед каматних стопа“, *op. cit.*

вишим стопама инфлације у односу на еврозону, може се рећи да постоји ризик прецењености домаће валуте. На крају, претходна анализа указује да тренутно Србија половично испуњавања мастрихтске критеријуме конвергенције.

GLOBAL DOMINATION OF THE AMERICAN DOLLAR AND IMPLICATIONS ON EURO ZONE MEMBERS

Goran NIKOLIĆ, Jelena ZVEZDANOVIĆ LOBANOVA, Petar S. ĆURČIĆ*

Abstract: The analysis of the most important macroeconomic indicators shows the hegemony of the dollar and the position of the euro as the second most important currency in the international financial system. As a reserve currency for central banks, a means of accumulation, and a transaction currency (which are the main factors determining the degree of internationalisation of a given currency), the dollar dominates, while the euro takes second place. Although the euro's participation is significant in many market segments, especially in payment transactions via SWIFT, it is still in many respects a regional currency. It seems certain that the dollar will continue to hold a key place in the global economy. The US still has liquid and deep financial markets; the convertibility of the currency is unquestionable; there is still, despite the sanctions imposed on numerous countries, a significant level of legal predictability; and perhaps most importantly, American military supremacy is successfully maintained, despite certain challenges. Given that the European Union (EU) is not a state in the classical sense of the word, the full implementation of plans to increase the international role of the eurozone currency would eventually allow for a limited increase in the share of the euro in official reserves, trade, and financial transactions. Consequently, the optimal way to maintain the long-term role of the euro as one of the world's leading reserve currencies is possible through the status of the so-called "shadow hegemon", where the dominance of the dollar would be unquestionable. An alternative path to maintaining the current position of the euro is possible through the emergence of a multipolar currency system, which implies a strong strengthening of the importance of the Chinese currency. What the Eurozone countries must do in both scenarios, in addition to the indispensable establishment of a banking union, is to create a critically large supply of common Eurobonds, which would facilitate the development of liquid and deep financial markets essential to support the euro in times of crisis.

Keywords: international financial system, dollar, euro, euro area, global economy.

* Institute of European Studies, Belgrade. E-mail: goranvnikolic@gmail.com; ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-9312-2194>; Institute of Social Sciences, Belgrade. E-mail: jzvezdanovic@idn.org.rs; ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0003-3159-3331>; Institute of European Studies, Belgrade. E-mail: petar.pero.curcic@gmail.com; ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0002-1392-4427>.