

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

POLOŽAJ DOLARJA IN IMF

Ljubljana, februar 2008

GREGOR VOLK

IZJAVA

Podpisani Gregor Volk izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Andreja Kumarja, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 8. 2. 2008

Podpis:

Kazalo

Uvod.....	1
1 Sistem mednarodnih plačil in položaj ameriškega dolarja.....	2
1.1 Zgodovinski in vsebinski razvoj sistema mednarodnih plačil: Bretton Woods.....	2
1.2 Vloga dolarja do ukinitve konvertibilnosti in prehoda na drseče devizne tečaje.....	7
1.3 Ameriški dolar po razpadu brettonwoodskega sistema.....	11
1.4 Vloga dolarja v mednarodnih plačilih od 1971 dalje.....	15
2 Položaj dolarja danes.....	18
2.1 Dolar po azijski finančni krizi.....	19
2.2 Dolar kot mednarodna rezervna valuta.....	20
2.3 Evro in dolar kot tekmeča za rezervno svetovno valuto.....	22
3 Nekatere ocene prihodnosti mednarodnega denarnega sistema.....	24
3.1 Vloga Kitajske in držav v razvoju.....	24
3.2 Surovinski trg in trg denarja kot strateški orožji.....	26
3.3 Posojila IMF in njihova primernost.....	26
3.4 Predlogi za reformo sistema IMF.....	31
3.5 Sodelovanje dolar – evro – jen.....	33
Sklep.....	35
Literatura.....	38
Viri.....	40
PRILOGA.....	42

Uvod

V svetu velja prepričanje, da so ZDA, navkljub vsem težavam v zadnjem obdobju, še vedno gonilna sila razvoja svetovnega gospodarstva in steber globalizacije. Kaj pa bi se zgodilo, če bi bile ZDA namesto podporni steber osrčje svetovnih gospodarskih težav, ki se kažejo v nestabilnosti, brezposelnosti in globalni depresiji (Engdahl, 2006)?

Na svetu ni države, ki bi konkurirala prevladujoči vojaški moči ZDA v obliki naprednih bomb in informacijskih sistemov. Položaj ZDA je po letu 1945 in še posebej po letu 1971 počival pretežno na dveh temeljih: prevladujoči vojaški moči in vlogi dolarja kot mednarodne rezervne valute. Prav ta dolar pa postaja dandanes ahilova peta ameriške hegemonije.

Po mnenju nekaterih avtorjev (Engdahl, 2006) je svet prestopil v novo, zelo nevarno fazo, odkar se je leta 2001 zrušil trg vrednostnih papirjev v ZDA. Sam dolarski sistem naj bi bil namreč problematičen že v svoji osnovi.

Dandanes na plečih ZDA in Evrope ležijo velika vloga, odgovornost in soodvisnost v uravnavanju stabilnosti globalne ekonomije ter finančnega sistema. Njune politike upravljanja z lastnimi gospodarstvi in razvojem finančnega sistema pa so ključ do stabilnosti. In ravno iz tega izhaja dejstvo, da je trenutno največji izziv, kako promovirati zdravo in minimizirati nezdravo konkurenco med evrom in dolarjem ter z njima povezanimi finančnimi sistemi in gospodarstvi.

V diplomski nalogi bom glede na zgodovinsko vlogo in sedanje dileme o vlogi in pomenu ameriškega dolarja v mednarodnem sistemu plačil skušal analizirati pogoje, ki so omogočali oziroma še omogočajo, da je ta valuta kljub spremembam v svetovnem gospodarstvu ter spremembam položaja in mednarodne vrednosti dolarja še vedno ključna svetovna oblika denarja. Naloga je razdeljena na tri ključna poglavja, ki obravnavajo sistem mednarodnih plačil in položaj dolarja, položaj dolarja po azijski finančni krizi in nekatere ocene prihodnosti mednarodnega denarnega sistema. V sklepu povzemam glavne ugotovitve analize razvoja in pomena dolarja v sistemu mednarodnih plačil.

1 Sistem mednarodnih plačil in položaj ameriškega dolarja

Skozi stoletja je denar pridobival na pomenu in moči. To se je odražalo predvsem v potrebi po zagotovitvi primernega deviznega sredstva za transakcije med subjekti, ki so med seboj opravljali posle mednarodnega trgovanja. S širjenjem obsega mednarodne trgovine so se krepile potrebe po sorazmerno univerzalnem denarnem – deviznem sredstvu, ki bi ga bili subjekti iz različnih gospodarstev pripravljeni enakovredno prejemati kot plačilo in s katerim bi lahko pregledneje izražali vrednosti blaga v mednarodnih poslih.

1.1 Zgodovinski in vsebinski razvoj sistema mednarodnih plačil: *Breton Woods*

Zgodovinsko je takšno vlogo univerzalnega deviznega sredstva na področju mednarodne trgovine dolga stoletja vsaj delno opravljalo zlato, med svetovno gospodarsko prevlado Velike Britanije pa zlato britanski funt. Ameriški dolar je mednarodno denarno vlogo prevzel šele po drugi svetovni vojni. Kot nacionalni denar je nastal na temelju posebnega zakona (*Mint Act*, tudi *Coinage Act*) iz leta 1792. Omenjeni predpis je uveljavil dolar kot denarno enoto ZDA, tako da je ta postal »zakonito denarno sredstvo« (*lawful tender*), ki je temeljilo na decimalnem sistemu. V trenutku, ko je bil ta predpis sprejet, je bila menjava dolarja za srebro ali zlato vredna 371,25 zrna zlata (ena unča je enakovredna 437,5 zrna zlata) srebra in 24,75 zrn zlata (razmerje 15 : 1). Leta 1834 je prišlo do spremembe menjave dolarja za 23,2 zrna, ki mu je leta 1837 sledil manjši popravek na 23,22 zrna zlata (razmerje 16 : 1).

Leta 1862 se je v ZDA začelo izdajanje papirnatega denarja brez kritja z žlahtno kovino, se pravi z zlatom, predvsem zaradi potreb državljanske vojne. Ponovno izdajanje srebrnikov in zlatnikov pa je leta 1878 zopet povežalo papirnati denar s kovanci. Podobno »razbitje« vezanosti denarja v »papirni« (nesnovni) obliki na vrednost kovine se je v ZDA zgodilo tudi med vojno z Veliko Britanijo (1812–1814).

Leta 1900 je bil srebrno-zlati (bimetalni) standard ukinjen in vrednost dolarja je bila opredeljena s količino 23,22 zrna zlata, enakovredno ceni 1 unče zlata za 20,67 dolarja. Kljub temu so se srebrni kovanci izdajali še do leta 1964, ko so iz kovancev manjših vrednosti odstranili vse srebro, kovancu za pol dolarja pa zmanjšali vrednost srebra na 40 %. Ti kovanci so svojo zadnjo izdajo doživeli leta 1969.

V mednarodni trgovini je bilo obdobje med obema svetovnima vojnama glede stabilnosti in preglednosti mednarodnih plačil zelo nepregledno in turbulentno. Znani so poizkusi različnih, predvsem evropskih držav, da bi obnovile vezavo svojih nacionalnih valut na zlato. Marsikje je to pripeljalo do deflacijskih pojavov, zato so države druga za drugo ukinjale poizkuse ali že uvedene formalne vezave vrednosti nacionalnih valut na zlato. Tako imenovani zlati standard, ko je bila mednarodna in nacionalna vrednost denarja določena s količino zlata, v katero so

bile nacionalne valute prosto zamenljive, se je dejansko končala po veliki svetovni gospodarski krizi v tridesetih letih prejšnjega stoletja. Tako so Britanci 20. septembra 1931 že drugič in tokrat dokončno ukinili zamenljivost v zlato (ukinili so torej zlati standard); podobno so storili npr. Švedski oktobra istega leta, ZDA pa leta 1933 (en.wikipedia.org, 2008). Med zadnjimi državami, ki so ukinile zlati standard, je bila Francija – leta 1936 (www.worldpapermoney.org, 2008). S tem dejanjem se je praktično končalo klasično obdobje zlatega standarda, ko je bil posamezni nacionalni denar vrednostno vezan na zlato in neposredno ali posredno, prek zlatih deviz, po stalnem tečaju, brez omejitev in stroškov zamenljiv za zlato pri emisijski ustanovi, ki je denar izdala.

V svetovnih finančnih krogih je zato že od leta 1941 krožila ideja o obnovitvi sistema zlate veljave oziroma sistema vezave papirnih valut na zlato podlago, ki se je v letih 1870–1914 izkazal za dovolj dobrega tako z vidika omogočanja stabilnosti deviznih tečajev kot tudi z vidika urejenosti domače emisijske politike.

Izkušnje tega obdobja so vodile do prepričanja mnogih strokovnjakov in politikov, da bi bilo treba tak sistem stabilnega in zanesljivega določanja vrednosti denarja v domačem in mednarodnem obtoku čim hitreje obnoviti. Razprave so sprva potekale med Veliko Britanijo in Združenimi državami Amerike, pozneje pa so se tem pogovorom počasi priključevale še druge države zaveznice med drugo svetovno vojno. Pogovori o povojni ureditvi mednarodnih plačil in s tem v zvezi zamisli o ponovni vezavi nacionalnih valut na zlato podlago so bili po eni strani pod vtisom – kot so menili mnogi – dobrih izkušenj s prejšnjim sistemom splošne zlate veljave. Po drugi strani pa so bile dokaj odmevne tudi zamisli in predlogi za reformo mednarodnih plačil na področju določanja osnovne vrednosti posameznih nacionalnih papirnih valut, ki so sledile izkušnjam o monetarni nestabilnosti in ekonomski krizi, ki so jo mnogi povezovali prav s poizkusi obnove zlate veljave. V tej skupini pogledov, ki so zagovarjali drugačno, torej na zlato vezano določanje osnovne vrednosti posameznih nacionalnih valut, je bil najbolj znan predstavnik Keynes.

Zaradi ključnega pomena valutne urejenosti in stabilnosti po koncu druge svetovne vojne ter da bi se izognili težavam in krizam, kakršne so bile značilne za čas po prvi svetovni vojni, je ameriški predsednik Franklin Delano Roosevelt leta 1944 zahodne zaveznike povabil na sestanek v hotel blizu letovišča Bretton Woods. Namen srečanja je bil, da bi se uskladili in dogovorili o finančnem in ekonomskem ustroju povojnega sveta: osnovne predloge sta pripravila vrhunska ekonomista, Američan Harry Dexter White in Britanec John Maynard Keynes. Poleg njunih predlogov ureditve mednarodnih financ oziroma denarnega sistema so v debati nastali tudi drugi variantni predlogi, npr. francoski in kanadski predlog. Osnovna zamisel obeh ključnih predlogov je bila, da svet potrebuje nadzorovan ekonomski sistem in osrednjo ustanovo, ki bo skrbela za stabilnost globalnih tokov denarja.

Med zasedanjem v Bretton Woodsu oziroma že pred tem sta se glede denarne ureditve sveta po drugi svetovni vojni oblikovala dva ključna predloga. Keynesov predlog (Keynes, 1941)

ureditve povojnega sistema mednarodnih plačil je bil vsebinsko radikalnejši od Whitovega. Keynes je menil, da so za pojav destabilizacijskih, torej dolgotrajnih zunanjetrgovinskih primanjkljajev, ki vodijo v nestabilnost mednarodne vrednosti posameznih valut (konkurenčno devalviranje vrednosti valut) in ob tem v pojave vse večjega zapiranja nacionalnih trgov pred tujim uvozom, enako odgovorni uvozniki (države s plačilnobilančnim presežkom) in izvozniki (države s plačilnobilančnim primanjkljajem). Zato je predlagal, da bi na svetovni ravni obdavčili presežke in primanjkljaje v zunanjetrgovinskih bilancah. V tem smislu je predlagal ustanovitev mednarodne klirinške banke (*International Clearing Bank*), ki naj bi jo kot prvi ustanovili ZDA in Velika Britanija. Banka bi služila vsem članicam denarne unije (*Currency Union*) in prav tako nečlanicam. Zamisel je bila vezana na koncept multilateralnega kliringa nacionalnih plačilnobilančnih obveznosti, kar pomeni, da bi država A svoj presežek proti državi B smela in mogla uporabiti za kritje njenega primanjkljaja do države C. Za zneske bilančnih stanj, ki bi tako ostali neporavnani, pa bi banka izdajala posebna potrdila, imenovana »bankor«, ki bi pomenila novo obliko mednarodne likvidnosti. Ta oblika naj bi bila po eni od variant Keynesovega predloga pokrita z ameriškimi zlatimi rezervami, ki bi bile prenesene v klirinško banko. Konferenca v Bretton Woodsu je osnovno zamisel Keynesovega predloga zavrnila in tako podprla zlasti ameriške interese, ki so bili vsebinsko povezani predvsem s predlogom, ki ga je pripravil White. Po usklajevanju in nekaterih prilagoditvah tega predloga je nastal sporazum iz Bretton Woodsa, ki so ga glavni udeleženci podpisali in ratificirali leta 1945 (Helleiner, 2006).

Brettonwoodski sporazum je uvedel sistem trdnih deviznih tečajev, vezanih na ameriški dolar in prek dolarja na zlato, ki naj bi zagotavljal konvertibilnost nacionalnih valut v 44 državah podpisnicah sporazuma. Jedro sistema je predstavljal mednarodni denarni sklad, ki naj bi poskušal razviti povojno mednarodno sodelovanje in pomagal pri vzpostavitvi multilateralnega plačilnega sistema. Zaradi nedelovanja mednarodnega finančnega in plačilnega sistema v povezavi z ekonomskimi problemi povojne obnove v Evropi se je tudi po ustanovitvi IMF oziroma MDS nadaljevala nekonvertibilnost evropskih valut. Mednarodne finančne in plačilne transakcije so se zato, ker je bil dolar zamenljiv v zlato in predvsem ker je bil valuta države, ki je bila zmožna dobavljati potrebne proizvode za obnovo Evrope, praviloma opravljale v ameriških dolarjih.

Kljub temu je sporazum o MDS povzročil spremembe, ki so bile pomembne za poznejšo ureditev mednarodnih plačil in postopno uvedbo tako imenovane uradne zunanje valutne konvertibilnosti številnih, predvsem evropskih članic MDS proti koncu petdesetih let prejšnjega stoletja. Učinke ustanovitve MDS, ki so vodili k postopnemu uvajanju nove glede na zlati standard ožje opredeljen konvertibilnosti (zamenljivosti) valute za zlato, lahko strnemo v naslednje tri točke:

1. S podpisom sporazuma so države deloma prepustile oblikovanje svojih deviznih tečajev mednarodnemu upravljanju, kar je prispevalo k delni omejitvi nacionalne suverenosti na področju tečajne politike v korist mednarodne organizacije.

V primeru kroničnega primanjkljaja v plačilni bilanci države niso bile primorane uporabiti klasičnega, a obenem nepriljubljenega orodja deflacioniranja gospodarstva, saj so v zameno za nadzor pri IMF lahko dobile valutna posojila. Z njimi so podaljšale čas intervencije na deviznem trgu, ob razmeroma stalnem deviznem tečaju. Predvideno je bilo, da bodo članice IMF ta podaljšan čas, ob razmeroma stalni višini deviznega tečaja, izrabile tako, da bodo z drugimi nedeflacijskimi ukrepi obnovile ravnotežje v plačilni bilanci.

2. Z uvedbo pravil IMF deflacijska politika ni bila več obvezna oziroma zaradi prekinitve neposredne vezave na zlato dejansko za večino valut ni bila več avtomatska, kot je bilo to v času zlatega standarda. Možnost prilagajanja oziroma izbire ukrepov za uravnoteženje plačilne bilance se je zdela velik napredek proti zlatemu standardu, ko je avtomatizem fiksno določene vrednosti valute v zlatu to možnost preprečeval. Valute so bile po pravilih sicer še vedno zamenljive za zlato pri emisijskih ustanovah, in sicer preko zamenjave dolarskih deviznih rezerv za zlato pri ameriških denarnih oblasteh. Kljub navidezni podobnosti s časi zlatega standarda je sistem IMF članicam, v nasprotju z zlatim standardom, zdaj omogočal prilagajanja oziroma spremembe paritetnih deviznih tečajev, če ukrepi niso omogočili izravnave plačilne bilance. To je razlog, da je Keynes sistem Bretton Woods poimenoval kot »popolno nasprotje zlatega standarda«.
3. Dolar je postal skupni imenovalc (vrednostna osnova) celotnega sistema oziroma standard, iz katerega so izhajale vrednosti vseh drugih valut. V skladu s tem ZDA niso imele moči določanja deviznega razmerja do katerekoli druge valute. Tako tudi morebitna sprememba vrednosti dolarja v primerjavi z zlatom ni mogla imeti realnega učinka, saj so bile vse druge valute vezane na dolar in šele prek njega na zlato. To je bil tako imenovani *n-th currency problem* ali problem n-te valute. Ta problem se ne bi pojavil v primeru, da bi bile tudi druge valute vezane na zlato ali katero drugo valuto, kar je bilo posledica tega, da nobena od valut ni bila neposredno zamenljiva za zlato.

Kot omenjeno, so na podlagi sporazuma iz Bretton Woodsa v Washingtonu ustanovili Mednarodni denarni sklad in Svetovno banko (IBRD – Mednarodna banka za obnovo in razvoj, ki se je pozneje z razvojem drugih ustanov preimenovala v Skupino Svetovne banke).

Po sistemu iz Bretton Woodsa je bila funkcija IMF in Svetovne banke različna. Naloga slednje je bilo predvsem zbiranje denarja za financiranje povojne obnove in s tem gospodarskega razvoja prek ugodnih posojil. IMF je skrbel predvsem za urejena, stabilna in sorazmerno varna mednarodna (tekoča) plačila, s čimer je bistveno prispeval k hitri rasti svetovne trgovine po drugi svetovni vojni. IMF pa prek tečajnih pravil ni imel neposrednega nadzora nad mednarodnimi tokovi kapitala; to velja zanj še danes.

Pomembno je, da so se pravila IMF glede stabilnosti deviznih tečajev in njegove kreditne pomoči državam članicam v primeru podaljšane potrebe po intervenciji na deviznih trgih postopno širila na vse več držav. Večina držav izven tako imenovanega socialističnega oziroma sovjetskega bloka je postopno postala članic IMF, med njimi tudi FNR Jugoslavija.

Leta 1946 se je IMF ustanovil z agregatnimi kvotami (vplačila članic na osnovi dogovora o višini individualnega prispevka) v višini osmih milijard dolarjev, kar je predstavljalo 20 % svetovnih rezerv. Ta kvota se je leta 1971 povišala in njena najvišja vrednost je dosegla 6,7 milijarde dolarjev (21,9 %) po naslednji delitvi: VB 2,8 milijarde dolarjev (9,2 %), Nemčija in Francija po 5 %, Japonska 4 %. Kvota se je nato še nekajkrat povečala. Leta 1990 je njena vrednost znašala 135 milijard dolarjev, kar je še vedno pomenilo okrog 205 svetovnih rezerv. Zadnje povišanje se je zgodilo leta 1998, ko je kvota narasla na 212 milijard SDR (kar pomeni okrog 288 milijard dolarjev). Kvote pravzaprav določajo volilno pravico člana upravnega odbora iz posamezne članice (250 glasov + 1 glas za SDR 100.000). Vodilni organi IMF pregledujejo stanje kvot v rednih intervalih, ki so običajno petletni.

Tabela 1: Pregled gibanja kvot IMF.

Pregled sprememb obsega članskih kvot v IMF	Datum sprejema resolucije o povečanju kvot	Skupno povečanje kvot (v odstotkih)
Prvo petletje	Dvig ni predlagan	---
Drugo petletje	Dvig ni predlagan	---
1958/59	Februar in april 1959	60,7
Tretje petletje	Dvig ni predlagan	---
Četrto petletje	Marec 1965	30,7
Peti generalni pregled	Februar 1970	35,4
Šesti generalni pregled	Marec 1976	33,6
Sedmi generalni pregled	December 1978	50,9
Osmi generalni pregled	Marec 1983	47,5
Deveti generalni pregled	Junij 1990	50,0
Deseti generalni pregled	Dvig ni predlagan	---
Enajsti generalni pregled	Januar 1998	45,0
Dvanajsti generalni pregled	Dvig ni predlagan	---

Vir: Gibanje višine kvot IMF, 2008.

Skupaj so kvote konec septembra 2007 znašale 217,3 milijarde SDR (približno 338,3 milijarde dolarjev). Največja članica IMF so ZDA s kvotami v višini 37,1 milijarde SDR (približno 57,8 milijarde dolarjev), najmanjša pa otočje Palau s kvotami v višini 3,1 milijona

SDR (približno 4,8 milijona dolarjev). V skladu s tem imajo trenutno ZDA tudi največ glasovalnih pravic, to je 371.743 glasov ali 16,79 odstotka vseh glasov, medtem ko ima na drugi strani Palau le 281 oziroma 0,01 odstotka glasov (Gibanje višine kvot IMF, 2008).

Kakršnekoli spremembe v kvotah vedno zahtevajo široko podporo – odobrene morajo biti z najmanj 85 odstotki glasov večine. Dvanajsti generalni pregled je bil opravljen januarja 2003; takrat sprememba kvot ni bila predlagana. Trinajsti generalni pregled pa naj bi bil okvirno zaključen 30. januarja letos. Dveletni paket reform, ki ga je sprejelo vodstvo IMF na letnem sestanku v Singapurju, predvideva povišanje kvot in s tem glasovalnih pravic državam, ki naj bi bile do sedaj zastopane v premajhnem obsegu. To so Kitajska, Koreja, Mehika in Turčija. Paket vključuje tudi nekaj večjih reform, ki se tičejo samega delovanja IMF, vendar bodo podrobnosti teh sprememb dorečene šele na letnem srečanju vodstva IMF leta 2008.

1.2 Vloga dolarja do ukinitve konvertibilnosti in prehoda na drseče devizne tečaje

Dejstvo je, da je sistem Bretton Woods temeljil na dolarju, ki je imel uradno stalno vrednost v zlatu. Dolar je bil v primeru zahtev tujih centralnih bank brez stroškov zamenljiv v zlato iz ameriških zlatih rezerv, če je šlo za zamenjavo dolarjev, ki so bili rezultat tekočih oziroma trgovinskih transakcij. Tako je nastal položaj, v katerem se je ob objektivnih potrebah po dolarjih zaradi evropskih »obnovitvenih« nakupov v ZDA in zaupanja v stalno zlato vrednost dolarja večina mednarodnih denarnih transakcij praviloma začela opravljati v tej valuti. Dolar je tako iz mednarodnih denarnih tokov postopno začel potiskati tudi britanski funt, ki je bil še pred drugo svetovno vojno ključna svetovna valuta. Vse večja mednarodna uporaba dolarja je ZDA omogočila, da so denarno politiko v veliki meri uskladile z lastnimi političnimi in gospodarskimi razvojnimi cilji. Američani so kupovali izdelke in vrednostne papirje evropskih držav tako, da so preprosto povečevali emisijo nacionalnega denarja – torej dolarja. Položaj dolarja je ZDA omogočil dolgoletno ohranjanje trgovinskega plačilnobilančnega primanjkljaja, skupaj z možnostjo financiranja velikega vojaškega aparata in pomoči zavezniškim vladam po svetu (Blanchard, Giavazzi, Sa, 2005).

Po letu 1945 so ZDA postale največja svetovna industrijska sila s presežkom dolarjev ob sicer veliki monetarni rezerv zlata. Na podlagi tega so v petdesetih letih in v času hladne vojne v šestdesetih letih 20. stoletja ZDA lahko odlično sodelovale s ključnimi zavezniki, kot sta bili Nemčija in Japonska, ter dopuščale razcvet komunistične Azije in vzhodne Evrope. Z odprtjem ameriškega trga uvozu iz Nemčije in Japonske se je vzpostavila stabilnost na svetovnih trgih in utrdila trgovinska naveza, vse to večinoma v korist ZDA (Engdahl, 2006). Evropske države so svoje plačilnobilančne trgovinske presežke raje kot v zlatu, ki bi ga lahko prejeli v zameno za dolarje od ZDA, hranile v obliki dolarskih depozitov oziroma deviznih rezerv, in sicer predvsem zaradi dveh razlogov: na dolarsko imetje so prejemale obresti in

dolar je bil kadarkoli, in to brez stroškov, zamenljiv v zlato pri stalnem deviznem tečaju 35 dolarjev za unčo zlata.

Do šestdesetih let 20. stoletja je bila ta kombinacija dokaj uspešna. ZDA, Japonska in zahodnoevropske države so imele v tem obdobju visoke stopnje rasti BDP in produktivnosti, ameriški dolar pa je postal glavna valuta za devizne rezerve, ki so državam omogočale vzdrževati sistem fiksnih deviznih tečajev in stalno ceno zlata (35 dolarjev za unčo). Potem pa se je navidez idilično stanje počasi začelo slabšati (Paul, 2006).

V šestdesetih letih je mednarodni finančni sistem pretresla serija nepričakovanih dogodkov tako na področju mednarodne trgovine kot na trgu zlata. Nekateri od kriznih situacij so povzročile obsežna in dolgotrajna neravnotežja v plačilnih bilancah, najbolj kritičen dejavnik pa je postala objektivna in vse bolj očitna realna šibkost ameriškega dolarja, ki je zamajala stebre celotnega mednarodnega denarnega sistema. Vzroki za vse bolj očitno šibkost ameriškega dolarja in njegovo neustrezno stalno vrednost v odnosu do zlata so bili številni.

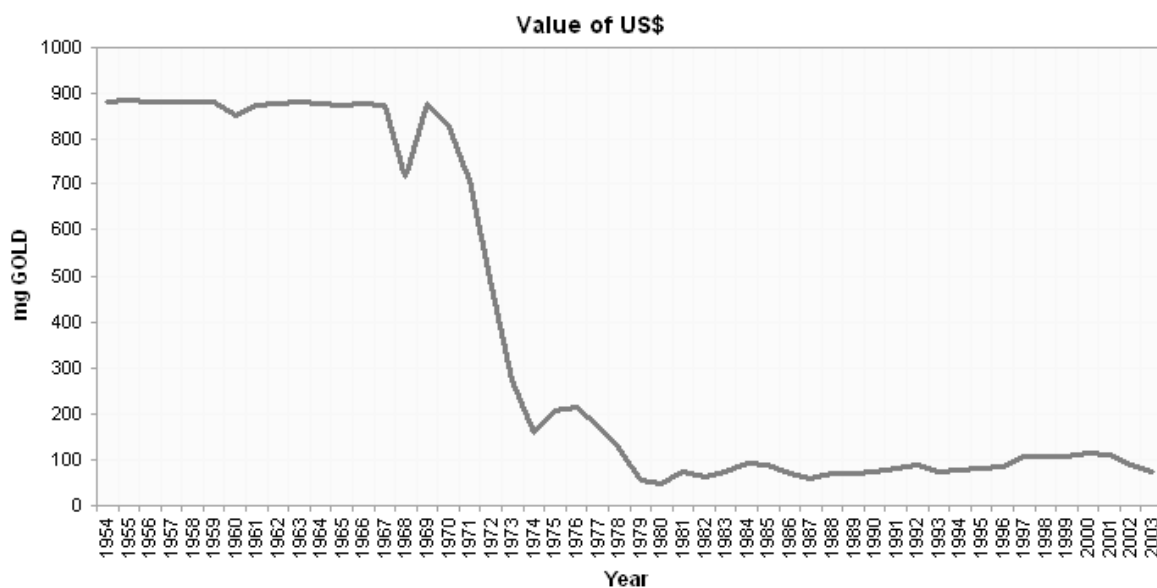
Med letoma 1958 in 1971 so ZDA ohranjale vztrajen plačilnobilančni primanjkljaj. Sprva so ga ekonomisti imeli za začasnega, vendar se je kaj kmalu izkazalo, da primanjkljaj ne bo izginil, prej nasprotno. Kronični plačilnobilančni deficit je ob velikih izdatkih za vojsko, posebno naraslih zaradi vojne v Vietnamu v šestdesetih letih, pogojeval naraščanje obsega dolarjev v mednarodnih plačilnih in finančnih tokovih. Občasne konverzije dolarjev v monetarno zlato – največje je zahtevala Francija v sredini šestdesetih let – so po eni strani krčile zlate zaloge ZDA, po drugi strani pa so vedno bolj kazale nesorazmerje med obsegom dolarskih terjatev v tujini in vrednostjo zlatih monetarnih zalog v ZDA. Posledično nezaupanje v stalno zlato vrednost dolarja je dolgo vsaj delno nevtralizirala rast svetovne trgovine, ki je terjala tudi ustrezno rast mednarodne likvidnosti v obliki ameriških dolarjev. Svetovna trgovina se je med letoma 1948 in 1973 na primer povečala kar za šestkrat (glej Tabela 1 v Prilogi). Kljub temu je bil problem razmerja med dolarji v mednarodnem obtoku in zlatimi rezervami, ki naj bi bile vrednostna podlaga teh dolarjev, vedno večji. Zlate rezerve so se namreč v enakem časovnem obdobju povečale le za 3 %.

Med letoma 1958 in 1971 so imele ZDA kumulativno plačilnobilančni primanjkljaj v višini 56 milijard dolarjev. Večina drugih držav je imela v svojih rezervah v glavnem dolarje, ZDA pa so sprva imele rezerve v obliki tujih valut, kot so jen, nemška marka in britanski funt, ob koncu šestdesetih pa večinoma le še rezerve iz zlata (Engdahl, 2006). Hkrati s povečevanjem primanjkljaja so se v tem obdobju povečevale tudi obveznosti ZDA iz naslova virov sredstev do tujih centralnih bank. Do leta 1963 so zlate rezerve ZDA komaj še pokrile obveznosti do tujih centralnih bank. Do leta 1970 je »zlato pokritje« (tj. zlato v lasti Fed oziroma obveznosti do tujih centralnih bank) ameriških dolarjev v posesti tujih centralnih bank padlo na 55 %, in samo leto pozneje, leta 1971, na kritičnih 22 %. Podatki kažejo, da bi že od leta 1963 tuje centralne banke imele težave, če bi želele svoje rezerve v dolarjih pri ameriški monetarni oblasti unovčiti za zlato.

Zaradi sodelovanja centralnih bank v IMF in strahu glede morebitnih izgub vrednosti dolarskih terjatev v primeru množičnih zahtev za konverzijo v zlato do takega zloma brettonwoodskega sistema ni prišlo. Cel omenjeni francoski poizkus sredi šestdesetih let (De Gaulle, 1965) je bil opuščen, vsaj deloma zaradi strahu pred zlomom sistema konvertibilnosti dolarja v ameriško monetarno zlato. Če bi prišlo do zloma, dolar v trenutku ne bi bil več konvertibilen za zlato. Do leta 1968 je situacija s padajočim zaupanjem v stalno zlato vrednost dolarja in njegovo zamenljivost v zlato dosegla krizni vrh, saj so se tuje centralne banke zaradi finančnega primanjkljaja ZDA bale morebitnega razvrednotenja dolarja; posledično so želele namesto dolarjev povečati svoje zlate rezerve (Engdahl, 2006). Posledica je bila rast proste tržne dolarske cene zlata. Vrednost dolarja v zlato je bila vse bolj različna na ravni monetarnih transakcij, kjer je bila fiksna s 35 dolarji za unčo, in na prostem trgu, kjer je leta 1968 po sprostitvi na monetarne cene vrednosti dosegala 44 dolarjev za unčo (Lessons from the London Gold Pool, 2007). Možnost dvojne dolarske cene zlata – uradne in proste – je omogočil poseben sporazum članic IMF, ki je znan kot *Smithsonian Agreement* iz leta 1968 (Smithsonian Agreement, 1971).

Težave dolarja oziroma ameriškega gospodarstva in dvojna cena zlata so povzročile, da so se leta 1970 začela velika gibanja dolarskih kapitalskih sredstev. V prvih nekaj mesecih leta 1971 je prišlo do odtoka kapitala v višini 20 milijard dolarjev. Zato je 15. avgusta 1971 ameriški predsednik Richard Nixon oznanil 90-dnevno zamrznitev cen in plač, 100-odstotni uvozni davek in odpravo vezave dolarja na zlato. S tem je razpadel brettonwoodski sistem in začelo se je obdobje drsečih deviznih tečajev.

Slika 1: Gibanje vrednosti dolarja v primerjavi z zlatom.



Vir: U.S. International Transactions, 2007.

Ta preobrat, ki je bil vezan na enostransko dejanje ZDA, torej na ukinitvev zamenljivosti dolarja v monetarno ameriško zlato, je odprl eno najpomembnejših faz v spreminjanju svetovne ekonomske zgodovine. Dolar je bil vezan le še na pisno obljubo ameriške zakladnice in njihovih zveznih rezerv, da je zakoniti denar v ZDA; zveza z zlatom je bila dokončno pretrgana. Postal je »politična« valuta, saj je zaupanje v dolar temeljilo (in še vedno temelji) na zaupanju v ZDA kot »braniteljico svobodnega sveta« in obenem v ekonomijo, ki je največja in zato najboljše realno pokritje vrednosti za ameriški »papirnati« dolar, ki kroži tudi kot mednarodni denar.

Sprva se Washington niti ni zavedal pomembnosti svoje odločitve, saj jo je sprejel le na podlagi dejstva nevarno nizkih zalog zlata. ZDA so uporabile svojo vojaško in politično vlogo ključnega stebra zveze NATO in zaščitnika svobodnega sveta kot podlago za nadaljnje ohranjanje zaupanja drugih držav in poslovnega sveta v vrednost dolarja tudi v primeru, ko služi kot mednarodno denarno sredstvo. Spremembe pa so povzročile najprej začasen, nato pa vse bolj stalen sistem drsečih deviznih tečajev valut članic IMF. Tuje valute so začele drseti ob vrednosti dolarja navzgor in navzdol, kar je bil pomemben odstop od Bretton Woodsa, ki je predvideval stalne vrednosti valut članic v odnosu do ameriškega dolarja in posredno s tem do zlata. Ob spontanem prehodu na drseče devizne tečaje, ki ga je spremljala tudi devalvacija vrednosti dolarja za 8 % v decembru 1971 (www.history.com, 2007), je nastopil tudi proces previdne deregulacije finančnih trgov (Engdahl, 2006).

Francija je bila prva, ki se je že v šestdesetih letih prejšnjega stoletja odločala, da bo izstopila iz starega sistema stalnih deviznih tečajev, z razlago, da imajo ZDA prevelik privilegij, ker so si lahko privoščile plačilnobilančni primanjkljaj na račun tujcev, ki so ga brezobrestno nalagali v svoje devizne rezerve (Ribnikar, 1991: 90). Francosko nezadovoljstvo je poleg skrbi za mednarodno likvidnost v pogojih rastočega nezaupanja v vodilno vlogo dolarja v mednarodnih plačilih privedlo tudi do odločitve o oblikovanju »umetnih« mednarodnih monetarnih rezerv, ki bi nastajale v okviru IMF na temelju delitve med članice, kot posebnega sredstva njihove mednarodne denarne rezerve oziroma likvidnosti. To novo obliko mednarodne likvidnosti, ki naj bi povečala stabilnost starega brettonwoodskega sistema, ob rastočem nezaupanju v ameriški dolar, so imenovali »posebne pravice črpanja« (*Special Drawing Rights – SDR*) (Clark, Polak, 2004: 4).

Nasprotno francoskemu priporočanju sprememb v sistemu stalnih tečajev, ki je bil vezan na osrednjo vlogo ameriškega dolarja, sta Japonska in Nemčija sprejemali različne ukrepe za podporo sistemu in s tem ohranitev fiksne tečaja do ameriškega dolarja. Poleg gospodarskih razlogov je bila takšna praksa obeh držav verjetno povezana tudi z ameriškimi zahtevami, ki so bile usmerjene na dve poraženki iz druge svetovne vojne (mogoče bi zapisali, kateri dve). Kot ukrepe za podporo sistemu, temelječemu na osrednji vlogi ameriškega dolarja, sta obe državi v glavnem izvajali denarno sterilizacijo, to je s kupovanjem ameriških dolarjev z domačo valuto. Maja 1971 se je po obilnih intervencijah vrednost nemške marke v primerjavi z ameriškim dolarjem povečala. To je bila prva dejanska, čeprav ne tudi uradno priznana

devalvacija ameriškega dolarja po drugi svetovni vojni. Prav to je bil ključni povod za poznejšo enostransko ameriško ukinitvev konvertibilnosti dolarja v zlato za članice IMF.

Decembra 1971 so sistem stalnih deviznih tečajev in vlogo dolarja skladno s pravili iz Bretton Woodsa poskusili ohraniti z drugim sporazumom, tj. s sporazumom Smithsonian. Sprejeli so povišanje dovoljenega odstopanja valutnih tečajev z 1 na 2,25 %. To naj bi omogočilo ohranitev sistema stalnih deviznih tečajev, čeprav ob nekoliko večjih dovoljenih tržnih nihanjih. Kljub novemu mednarodnemu sredstvu likvidnosti (SDR) in večjim mejam dovoljene tečajne tržne oscilacije so plačilnobilančna gibanja in tokovi kapitala leta 1973 ponovno povzročili tečajno krizo. Nekatere države, predvsem Nemčija in Japonska, ponovno niso uspele ohraniti tržnih tečajev znotraj dogovorjenih mejnih vrednosti. Tako se je leta 1973 zgodba iz leta 1971 ponovila: velike intervencije na nemškem trgu so ameriški dolar devalvirale za 10 %, s tem pa so evropske države in Japonska stopile v sistem drsečih deviznih tečajev. Na drugi strani sta k slabšanju ekonomskega stanja ZDA in padanju vrednosti dolarja dodatno pripomogla že omenjena ameriška vojna v Vietnamu in poseben ekonomsko-socialni program (*Great Society Program*; www.wikipedia.org, 2008), ki ga je sprejela ameriška vlada pod predsednikom Johnsonom, ki pa je s spremembami v fiskalni politiki zanetil inflacijo.

Razpad brettonwoodskega sistema trdnih oziroma stalnih (včasih imenovanih tudi fiksnih) tečajev je povzročil večjo in več let trajajočo nestabilnost tečajev valut in valutnih trgov, ki jo je spremljala tudi večja nestabilnost kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer ter donosov na borzne in druge vrednostne papirje. Po razpadu starega sistema deviznih tečajev in redukciji centralne mednarodne denarne vloge ameriškega dolarja beležimo v najpomembnejših svetovnih državah višjo inflacijo in nezaposlenost ter nižje realne stopnje gospodarske rasti. Z večjo nestabilnostjo na finančnih trgih pa tudi širše v ekonomiji in hkrati s slabšimi ekonomskimi rezultati so se ob nekaterih drugih dodatnih dejavnikih hkrati vzpostavili »idealni« pogoji za finančne inovacije (Veselinovič, 2003).

1.3 Ameriški dolar po razpadu brettonwoodskega sistema

Kljub vsem spremembam in očitni vse večji potencialni šibkosti vrednosti dolarja (obdobja rasti in padanj so si sledila) pa je dolar tudi po razpadu povojnega denarnega sistema v letih 1971 in 1973 še vedno ostajal vodilna svetovna valuta.

Dve sili, ki vplivata na velik sodobni primanjkljaj v plačilni bilanci ZDA, sta povečanje povpraševanja ZDA po tujih dobrinah (uvoz) in povečano občasno tuje povpraševanje po finančnih sredstvih ZDA. Dolar je zaradi velikega primanjkljaja v plačilni bilanci danes pod velikim pritiskom. Dejavnikov, ki bi lahko povzročili njegovo nadaljnjo deprecijacijo, je več. Odločitev azijskih centralnih bank, da ustavijo kupovanje dolarjev oziroma prestrukturirajo portfolio tako, da zmanjšajo odstotek rezerv v dolarjih, bi občutno zmanjšala svetovno

povpraševanje po dolarju. Neprijetna bi bila tudi novica, da bi Kitajska pustila svojo valuto prosto drseti glede na dolar. Znatna deprecijacija dolarja, ki smo ji že nekaj časa vsaj deloma priča v odnosu dolar–evro, sicer ni nujno katastrofa za ZDA, saj bi bila posledica večje povpraševanje po dobrinah iz ZDA, kar bi povečalo BDP in zmanjšalo negativne učinke dolgotrajno rastočega trgovinskega primanjkljaja. Na ta način bi ZDA lahko zmanjšale javni dolg, ne da bi zapadle v recesijo. Nevarnost je dosti večja za Japonsko in Evropo. Ker so obrestne mere nizke, deficiti pa razmeroma visoki, je možnosti za makroekonomsko manevriranje malo (Blanchard, Giavazzi, Sa, 2005: 34).

Valuta države, ki ima največji del v mednarodni menjavi, ima seveda naravno prednost pred drugimi valutami pri pridobitvi statusa ključne mednarodne valute. Največje nacionalno svetovno gospodarstvo so ZDA s skoraj 14.000 milijardami dolarjev BDP-ja v letu 2007. Če pa bi se EMU pridružile Velika Britanija, Švedska, Danska in deset novih članic, bi gospodarstvo EMU-25 po BDP-ju predvidoma presegalo gospodarstvo ZDA (Chin, Frankel, 2005: 14). Drugi pomemben dejavnik, v katerem pa so ZDA daleč pred evroobmočjem, sta obseg in razvitost kapitalskih in denarnih trgov. Veliki finančni trgi v New Yorku in Londonu močno koristijo dolarju in funtu glede na evro. Tretji pomemben dejavnik je zaupanje v vrednost valute, povezano predvsem s pričakovanji stabilnosti valute. Glede na dejstvo, da je bil zunanji dolg ZDA že leta 2006 približno 9.000 milijard dolarjev, je to velik minus za potencialne vlagatelje v dolar, saj lahko FED popusti pod pritiski, da bi se z inflacijo rešili tega bremena (Chin, Frankel, 2005: 14).

Rekli bi lahko torej, da bo tekmo med evrom in dolarjem odločilo predvsem to, ali bo Velika Britanija vstopila v EMU in ali bo makroekonomska politika ZDA razvrednotila zaupanje v dolar kot vodilno svetovno valuto prek inflacije in deprecijacije. Če se bo do leta 2020 v EMU vključilo še 13 držav članic EU (vključno z VB), bo evro nekaj let pozneje verjetno postal vodilna svetovna valuta. To bi lahko postal tudi v primeru nadaljnje deprecijacije dolarja že pred letom 2020, tudi če se nekatere članice EU ne vključijo v EMU (Chin, Frankel, 2005: 23).

Po mnenju Petra Kennena (2007), profesorja ekonomije in mednarodnih financ na Univerzi Princeton, je trenutno najbolj pereča svetovna tema glede mednarodnega denarnega sistema ta, kako ohraniti njegovo stabilnost in okrepiti šibek položaj dolarja. Po njegovem mnenju je treba rešiti tudi vprašanje, do katere meje naj nacionalne centralne banke posegajo na finančne trge. Eden največjih problemov je padanje cen nepremičnin v ZDA (hipotekarna kriza v letu 2007, ki v začetku 2008 še ni zaključena) in s tem povezana morebitna velika recesija gospodarstva. Na koncu je seveda treba poudariti še visoke cene nafte in drugih surovin ter neuravnoteženost svetovnih obrestnih mer.

Na svetovnih finančnih in trgovinskih trgih se že kažejo dokazi, da se mednarodni denarni sistem odmika od absolutne prevlade dolarja k bipolarnemu sistemu dolar–evro pod okriljem tujih investorjev in uradnih institucij. Ni izključeno, da je tak sistem morebitna prihodnost

mednarodnega denarnega sistema, vendar bo oziroma bi zahteval veliko sodelovanja med posameznimi svetovnimi državami.

Devizni tečaj je ena najpomembnejših cen v ekonomiji, saj pomembno vpliva na uvoz in izvoz blaga ter storitev. Kot vsaka druga cena se tudi ta oblikuje kot rezultat ponudbe in povpraševanja tuji valuti. Skoraj vse ekonomske spremembe v državi in njenem mednarodnem okolju skupaj z ukrepi ekonomske politike vplivajo na tri ključne makroekonomske kazalce, in sicer cene, obrestne mere in dohodek. Spremembe v teh kazalcih pa prek vplivanja na ponudbo in povpraševanje po devizah odločilno vplivajo na oblikovanje in spreminjanje deviznega tečaja, ki se odzove celo na pričakovane spremembe v ekonomiji. To je tudi eden glavnih razlogov, da se devizni tečaji objavljajo dnevno ali celo urno (Kreinin, 1991: 30).

V obdobju zlate valute se je devizni tečaj gibal glede na ponudbo deviz in povpraševanje po njih. Vendar pa je bilo odstopanje od kovne paritete za največ 0,5 ali 1 %; kot kažejo analize podatkov, so bila odstopanja vezana le na razliko stroškov plačevanja z zlatom ali devizami v tujino. Devizni tečaj se je glede na ponudbo deviz in povpraševanje po njih torej samodejno gibal pri zlati valuti okrog kovne paritete v razmeroma ozkem razponu navzgor in navzdol. Najvišja cena, ki jo je lahko dosegla zlata deviza, se je imenovala zgornja zlata točka ali točka izvoza zlata. Najnižja cena ali tečaj, ki jo je lahko dosegla deviza, se je imenovala spodnja zlata točka ali točka uvoza zlata (Ribnikar, 1991: 50).

Proti koncu zlate valute se je devizni trg precej spremenil. Na dejansko višino tečaja vplivajo različni dejavniki. Višina konkretnega deviznega tečaja je odvisna od povpraševanja in ponudbe na deviznem trgu, nanju pa vplivajo številni kratkoročni in dolgoročni dejavniki. Tako pričakovanje novih ekonomskih ukrepov države, ki bodo na primer podražili uvoz (npr. uvedba prelevmana, zmanjšanje obsega uvoznega kontingenta, uvedba tehničnih ovir za menjavo itd.), lahko povzroči povečanje povpraševanja po devizah in s tem rast cene deviz oziroma rast deviznega tečaja. Na daljši rok velja, da ponudbo deviz zagotavljajo vsi izvozniki in povpraševanje po devizah oblikujejo vsi uvozniki. Dnevna količina deviz na trgu niha zaradi različne višine priliva in odliva deviz, nastalih z izvozom in uvozom blaga in storitev (tekoče transakcije), zaradi intervencije centralne banke na deviznem trgu ali zaradi prilivov in odlivov kapitala v gospodarstvo (Kumar, 1999: 222).

Poznamo dve osnovni obliki oblikovanja deviznega tečaja. Ena je sistem fleksibilnega deviznega tečaja, druga pa oblikovanje deviznega tečaja ob intervenciji države. V skrajnem primeru, ko gre za »popolnoma fleksibilni devizni tečaj«, obstajajoč le v teoriji, je višina tečaja opredeljena izključno z delovanjem tržnih sil. Nanj vplivata konceptualno dve vrsti dejavnikov (Mrak, 2002: 57): posamezni segmenti plačilne bilance (tekoči del – uvoz in izvoz blaga in storitev, kapitalski del – uvoz in izvoz kapitala, ter mednarodne rezerve) in/ali makroekonomski dejavniki (inflacija, obrestna mera, razlike v ravni dohodka, pričakovanja, politični dejavniki). Višina tečaja se oblikuje v presečišču ponudbe in povpraševanja po

devizah. Na drugi strani sistem fiksnega deviznega tečaja od države zahteva, da fiksira vrednost svoje valute oziroma določi uradni tečaj, to je njeno paritetno vrednost. To dejansko pomeni, da država definira vrednost svoje valute v razmerju do neke mere vrednosti, kar sta bila zgodovinsko predvsem zlato in dolar. V kolikor se tržni ravnotežni tečaj spusti pod ali dvigne nad dovoljeno mejo, mora država intervenirati na deviznem trgu, bodisi z nakupom bodisi s prodajo deviz (povzeto po Zoran, 2006: 4).

V brettonwoodski denarni ureditvi je bil režim deviznih tečajev blizu sistemu fiksnih deviznih tečajev. Leta 1973 je ta ureditev dokončno nehala obstajati, ob njenem razpadu pa ni prišlo do uvedbe popolnoma fleksibilnega sistema deviznih tečajev, temveč do uvedbe hibridnega sistema. Ta je nekakšna kombinacija fiksnega in fleksibilnega tečaja, ki skuša zajeti pozitivne lastnosti obeh. Fleksibilni tečaj namreč lahko povzroči velika nihanja v vrednosti valute, hkrati pa se države tudi niso hotele odpovedati možnosti interveniranja na deviznem trgu in s tem vplivanja na devizni tečaj, saj je bilo to pomembno orodje ekonomske politike.

Režim neodvisnega drsenja je eden od režimov prilagodljivega deviznega tečaja, za katerega je značilno, da monetarne oblasti sicer intervenirajo na deviznem trgu, vendar pa cilj njihove intervencije ni jasno opredeljen. Po klasifikaciji IMF v to skupino spadata na primer Japonska in ZDA, medtem ko države, ki so sprejele evro, spadajo v skupino deviznih režimov brez lastnega zakonitega plačilnega sredstva (Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks, 2005). Za režim neodvisnega drsenja je značilno, da je devizni tečaj skoraj v celoti oblikovan na osnovi delovanja tržnih sil. Intervencije centralne banke na deviznem trgu so načeloma kratkotrajne in niso namenjene samemu oblikovanju tečaja valute, temveč predvsem preprečitvi njegovih nepotrebno velikih oscilacij, do katerih prihaja občasno zaradi špekulativnih pritiskov na valuto (Mrak, 2002: 97). Delovanje tržnih sil pomeni oblikovanje tečaja glede na povpraševanje in ponudbo po posameznih valutah. Tako naj bi ameriški izvoz blaga in storitev v ZDA načeloma ustvaril ponudbo tuje valute in povpraševanje po ameriških dolarjih. Podobno stanje bi bilo v primeru priliva kapitala v ZDA. Nasprotno naj bi uvoz blaga in storitev ustvaril povpraševanje po tuji valuti in ponudbo ameriških dolarjev; tak učinek bi imel tudi odliv kapitala iz ZDA (Pugel, 2000: 351).

Napovedovanje gibanja deviznih tečajev valut, ki imajo enega od režimov s prilagodljivim tečajem, je zelo nevhvaležen posel. Alan Greenspan, bivši predsednik ameriških zveznih rezerv, je nekoč dejal, da uspeh pri napovedovanju deviznih tečajev ni nič boljši kot uspeh pri napovedovanju izida ob metanju kovanca (The passing of the buck? – The future of the Dollar, 2004: 78). Čeprav v ekonomski teoriji obstajajo določeni modeli gibanj deviznih tečajev, pa je v praksi njihovo gibanje nemogoče napovedati, saj nanj vpliva veliko različnih dejavnikov (Žnidar, 2005).

1.4 Vloga dolarja v mednarodnih plačilih od leta 1971

Ameriškim denarnim oblastem (*Federal Reserve Board in USA Treasury*) je po letu 1971 postalo jasno, da lahko ZDA z zadolževanjem pridobijo še večjo globalno moč in vpliv, kot so ju imele poprej le s tokovi, vezanimi na tekočo plačilno bilanco. Dolg z ene strani je namreč kredit z druge. Ker so z večino ključnih svetovnih surovin, na prvem mestu z nafto, trgovali v dolarski valuti, je povpraševanje po dolarjih ostalo in se povečevalo kljub dejstvu, da je ameriška vlada natisnila več dolarjev, kot bi bilo za ZDA ekonomsko upravičeno. Ta pojav je bil posebej izrazit prav leta 1973, ko je prišlo do prve drastične podražitve nafte na svetu (prvi naftni šok) in ko je zaradi dolarskega plačevanja te nafte prišlo do tako imenovanih petrodolarjev – dolarjev, ki so bili dohodek naftnih izvoznic in ki jih te niso mogle porabiti za svojo tekočo ali domačo investicijsko porabo. Ti petrodolarji so se torej večinoma investirali na trgu držav uvoznic nafte, tudi ZDA. Posledica tega je bila, da so trgovinski partnerji ZDA razpolagali s tolikšno količino dolarjev, da so se zbal morebitne ponovne dolarske krize. Zato so sistematično razvrednotili svoje valute oziroma oslabili lastno gospodarstvo z namenom podpore sistemu dolarske valute, v bojazni, da ne bi prišlo do svetovnega finančnega in gospodarskega zloma.

Rast dolarskih imetij v svetovni ekonomiji, ki sta jo poganjala dražitev nafte in ameriško zadolževanje, je postopno postala pravi vir svetovne inflacije, ki smo ji bili od leta 1971 priča v Evropi in drugod po svetu. V letih med 1945 in 1965 se je dejanska količina ponudbe dolarjev povečala le za okrog 55 %. To so bila »zlata« leta nizke inflacije in stabilne rasti. Po Nixonovi ukinitvi vezave dolarja na zlato pa se je količina ponudbe dolarjev med letoma 1970 in 2001 povečala kar za 2000 %.

Dolar v svetovni menjavi ostaja daleč najpomembnejša mednarodna rezervna valuta, kar pomeni, da ga morajo tuje centralne banke držati v dovolj velikih količinah kot rezervo za obrambo pred morebitnimi valutnimi krizami in nestabilnostjo, in sicer za podporo trgovanju s tujino, potrebe financiranja uvoza nafte itn.

Tabela 2: Deleži valut v mednarodnih rezervah od 1995 do 2006, v odstotkih.

	'95	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06
Dolar	59,0	62,1	65,2	69,3	70,9	70,5	70,7	66,5	65,8	65,9	66,4	65,7
Evro					17,9	18,8	19,8	24,2	25,3	24,9	24,3	25,2
Nemška marka	15,8	14,7	14,5	13,8								
Britanski funt	2,1	2,7	2,6	2,7	2,9	2,8	2,7	2,9	2,6	3,3	3,6	4,2
Japonski jen	6,8	6,7	5,8	6,2	6,4	6,3	5,2	4,5	4,1	3,9	3,7	3,2
Francoski frank	2,4	1,8	1,4	1,6								
Švicarski frank	0,3	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2
Ostalo	13,6	11,7	10,2	6,1	1,6	1,4	1,2	1,4	1,9	1,8	1,9	1,5

Vir: IMF, 2007.

Okrog 65 % vseh rezerv centralnih bank še vedno zaseda dolarska valuta, medtem ko evro krepi svoj položaj, zlato pa ostaja kot rezerva le še v zelo majhnih količinah. Do prihoda evra ni bilo niti teoretičnega tekmeca dolarju v svoji funkciji mednarodne rezervne valute.

Medtem ko delež dolarja v mednarodnih rezervah pada, pa absolutna vrednost dolarske valute v obtoku narašča. Septembra 2007 je namreč narasla na 2,45 trilijona dolarjev v primerjavi z 2,08 trilijona dolarjev leto poprej. Sekretar Zakladnice ZDA Henry Paulson in vodja Feda Ben S. Bernanke sta prepričana, da bo dolar obdržal svojo vlogo kot glavna mednarodna rezervna valuta. Bernanke je novembra 2007 izjavil: »Ne vidim kakšne bistvene spremembe v svetovnih dolarskih rezervah. Dolar ostaja prevladujoča rezervna valuta in pričakujem, da bo tako tudi v prihodnje.« Tudi Paulson je podobnega mnenja, saj je ob rekordnem zdrs vrednosti dolarja po letu 1981 dejal (Dollar's shares of currency reserves falls to record low, 2007): »Dolar je deloval kot svetovna rezervna valuta od konca druge svetovne vojne, za tem pa stoji razlog. Gospodarstvo ZDA se glede konkurenčnosti lahko postavi ob bok kateremu koli gospodarstvu na svetu– in to je dejstvo.«

Morda manj vidna, pa tudi manj razumljena je povezava med primanjkljajem trgovinske bilance ZDA in rezervno vlogo dolarja v mednarodnih plačilih. ZDA so v preteklih dveh desetletjih bolj kot ne namenoma sledile politiki ohranjanja trgovinskega in pogosto tudi proračunskega primanjkljaja, s ciljem, doseči visoko navezanost preostalega sveta na vlogo dolarja kot mednarodne valute. Dokler namreč preostali svet sprejema ameriški dolar kot mednarodni denar, ZDA uživajo v vlogi edinega proizvajalca (oziroma tiskalca) te dobrine. Edina zanka je v tem, kako pripraviti preostali svet, da to valuto sprejme in obenem ta proces kontinuirano nadaljuje. Zgodovina zadnjih tridesetih let je odličen pokazatelj, kako to doseči,

vključno z uporabo Svetovne trgovinske organizacije (WTO), Mednarodnega denarnega sklada (IMF oziroma MDS), Svetovne banke, Georgea Sorosa itd. (Engdahl, 2006).

Nastal je mehanizem, ki po svoji učinkovitosti presega prednosti, ki jih je »stari« »zlata standard« prinašal Veliki Britaniji v času, ko je bila indijska (kolonialna) valuta sicer konvertibilna, a v resnici le prek vezave na funt. Enaka rešitev je veljala za druge kolonije, kar je Britancem glede na dejanske zaloge zlata omogočilo enormno emitiranje papirnih, toda na videz zlatih, torej v zlato zamenljivih funtov. Podobno kot pozneje ZDA so tudi Britanci imeli možnost, investirati v tujino močno prek dejanskega obsega lastne proizvodnje in na tem ustvarjenih prihrankov.

Dokler so ZDA ključna svetovna vojaška velesila, bo svet sprejemal inflacijsko rastoče ameriške dolarje v plačilo za svoje dobrine. Države v razvoju, kot so Argentina, Kongo ali Zambija, so prisiljene v pridobivanje dolarjev zaradi zahtev IMF. Industrijske države pa so primorane k trgovanju v dolarjih zaradi zaščite vrednosti lastne valute. Končni cilj ameriške finančne in trgovinske politike je torej v ohranjanju edinstvenega položaja dolarja v svetovnem gospodarstvu.

Kako vloga dolarja ob vseh njegovih slabostih deluje v praksi? Recimo, da je nemško podjetje, na primer BMW, prodalo avtomobile v ZDA in zanje dobilo plačilo v dolarjih. Te dolarje je moralo seveda prenesti v nemško centralno banko (Bundesbank) ali Evropsko centralno banko (ECB) v zamenjavo za evre, ki jih je lahko potem uporabilo za svoje nadaljnje poslovanje. Tako je nemška centralna banka skozi leta kopičila dolarske valutne rezerve. Po naftnih šokih v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja pa je potreba po držanju dolarske valute zaradi kupovanja nafte postala nacionalna varnostna politika za večino držav, vključno z Nemčijo. Vendar pa Bundesbank kmalu ni več mogla menjavati prejetih dolarjev za zlato, zato se je pojavilo vprašanje, kam s kupom odvečnih dolarjev. Banka se je odločila z njimi zaslužiti vsaj nekaj obresti in dolarje vložila v varne obveznice Zakladnice ZDA. In dokler so ZDA ohranjale velik proračunski primanjkljaj, je bila ponudba obveznic seveda velika.

Večina tujih centralnih bank je držala v lasti obveznice Zakladnice ZDA ali podobne vrednostne papirje ameriške vlade kot del svoje valutne rezerve. Vrednost teh papirjev v rokah tujih centralnih bank je ocenjena na okrog en trilijon dolarjev, v primerjavi z 1,5 trilijona dolarjev ameriškega vladnega dolga (Engdahl, 2006). Tu torej leži srž celotnega sistema. Gospodarstvo ZDA je odvisno od tujih posojil, ki pa so v osnovi dolarska. Ta posojila ZDA omogočajo precej višji življenjski standard, kot bi si ga dejansko lahko privoščile z lastnimi prihranki. ZDA torej dejansko živijo od sposojenega denarja od preostalega sveta; to jim omogoča vloga ameriškega dolarja kot nekoč ključne rezervne valute, danes pa ključne mednarodne plačilne in finančne valute. Nemški delavci v podjetju BMW proizvedejo avtomobil in ga »prodajo« Američanom, v zameno za obveznice ameriške vlade.

Leta 2006 je znašal trgovinski primanjkljaj ZDA okrog 812 milijard dolarjev (kar je 6,1 odstotka BDP), vendar se dolar kot mednarodni denar še vedno ni zlomil. Zakaj? Ker Kitajska in Japonska centralna banka kupujeta ameriški zvezni dolg. Kljub temu da je vrednost obveznic padala, omenjeni državi to počneta za zaščito svojega izvoza z manipulacijo vrednosti nacionalnih valut v primerjavi z dolarjem tako, da sta se ubranili pred nevarnostjo rasti nacionalnih valut proti dolarju.

Ker sta mednarodni plačilni sistem in najpomembnejše: svetovni kapitalski trg – delnic, obveznic in derivatov (izvedeni finančni instrumenti) dolarska trga, je dolarska valuta še vedno prevladujoča. Alternativa bi lahko ponudila Evropska centralna banka; več o tem v nadaljevanju.

Če povzamemo, je prevladujoča vloga ameriškega dolarja poglobljena lastnost današnjega svetovnega gospodarstva. Ne samo, da ima osrednjo vlogo v mednarodnih rezervah in svetovnih finančnih trgih, dolar se po celem svetu široko uporablja kot valuta za trgovanje. Njegova vloga kot valuta v izstavljenih računih pri mednarodnem trgovanju se kaže, kot pravita Goldberg in Tille (2005), v dveh dimenzijah; prva se nanaša na trgovanje z ZDA, ki seveda pretežno poteka v dolarski valuti, druga pa na trgovanje med tretjimi državami, kar samih ZDA ne zajema; tu je dolar uporabljen le kot t. i. prevozna valuta. Tudi evro igra obe vlogi, čeprav zaenkrat pretežno v trgovanjih, ki vključujejo države z evropskega območja. Literatura odkriva vzorec načina mednarodnih plačil kot centralne sestavine mednarodne soodvisnosti, saj odločitve o cenah temeljijo na odločitvah o valutnih razmerjih in obratno (Corsetti in Pesenti 2005; Engel in Devereux 2003; Obstfeld in Rogo, 2002).

V primeru, da izvozniki določajo cene v lastni valuti, so spremembe v tečajih prenesene na končne ceno, ki jo plača kupec. To povzroča prerazdelitev potrošnih izdatkov med različnimi državami. Nasprotno pa se v primeru, da izvozniki določajo cene v valuti države uvoznice, to ne zgodi in potrošniki ne občutijo relativnih premikov cen. Ne glede na to, katera od možnosti se uporablja v praksi, le-ta izredno vpliva na denarno politiko države.

2 Položaj dolarja danes

Vprašanje, ki se dandanes pogosto zastavlja, je, ali ni morda sistem dolarja kot ključne mednarodne valute dosegel svoje realne končne meje. Sistem že namreč zadnjih 30 let temelji na rastočem dolgu dolarja. Kaj pa bi se zgodilo v primeru, da se preostanek sveta odloči prenehati s financiranjem Zakladnice ZDA za njene trgovinske primanjkljaje in vojne? In na primer, da se Kitajska odloči razpršiti svoje tveganje s kupovanjem evrodolga? Morda Japonska ali Rusija? Povsem mogoče je, da te spremembe niso več daleč.

2.1 Dolar po azijski finančni krizi

Poleg gromozanskih dolgov ZDA do preostalega sveta se ZDA že tri desetletja, še posebej pa v zadnjem, dušijo tudi v bremenih lastnih dolgov. Skupni dolg ZDA se je v letih od 1995 do 2007 vsaj potrojil in znaša 59,1 trilijona dolarjev, kar pomeni 2,3-odstotno povečanje od leta 2006. Na povprečno ameriško gospodinjstvo ta dolg znaša okrog 516.348 dolarjev. Samo za primerjavo lahko navedem, da v povprečju ameriško gospodinjstvo bremeni dolg v višini 112.043 dolarjev za hipotekarne in druge kredite, avtomobilska posojila in drugo. Leta 1995 je skupni dolg znašal 16 trilijonov, medtem ko je bil leta 1985 »le« 7 trilijonov dolarjev. Najbolj alarmno pri tej situaciji pa je to, da je dolg rasel veliko hitreje kot prihodek za njegovo pokrivanje, to je BDP v državi (Rules »hiding« trillions in debt, 2007).

Po azijski krizi leta 1998 se je krizni položaj dolga ZDA izrazito povečal. Osrčje problema so zasebni potrošniški dolgovi, predvsem hipoteke na hiše in stanovanja, katerim sta v pomoč tudi dve polvladni agenciji Fannie Mae in Freddie Mac. Po zlomu finančnega trga leta 2001 so državne oblasti ZDA (*Federal Reserve*) kar trinajstkrat znižale obrestne mere na posojila; skupni hipotekarni dolg v državi zdaj znaša več kot 5 trilijonov dolarjev, kar je več kot dvakrat več od višine dolga v letu 1996. Raste veliko hitreje kot dohodek na prebivalca, skupaj pa znaša več kot nacionalni BDP v večini držav po svetu.

Z namenskimi poskusom inflacioniranja predvidevanj o gibanju nepremičninskega trga je država poskušala obdržati gospodarstvo v gibanju, vendar so se kot posledica pojavile neznanske količine novega dolga. Ta je bil seveda ustvarjen z neprimerno nizkimi obrestnimi merami in ko bodo te narasle, bo to pomenilo krizno breme za marsikaterega Američana, še posebej ob pričakovanem povečanju brezposelnosti. Inštituciji Fannie Mae in Freddie Mac skupaj pokrivata 3 trilijone dolarjev hipotekarnega dolga, njune obveznice pa večinoma drži v rokah bančni sistem ZDA. To pomeni, da bo ob morebitnem razpadu prenapihnjenega hipotekarnega trga sledila tudi bančna kriza, z najhujšimi posledicami v bankah JP Morgan/Chase, Wells Fargo in BankAmerica (Engdahl, 2006).

Po krizi finančnega trga leta 2001 so ZDA uspešno premostile kar nekaj nagibov k recesiji s sistemom večanja potrošniških izdatkov. Geslo »Shop until you drop« ali »Nakupuj, dokler le moreš« je postalo znani ameriški izrek v tem obdobju. Državne oblasti so znižale obrestne mere za posojila do kritičnega 1 % in s tem dosegle najnižjo mejo v zadnjih 45 letih. Cilj oblasti je bil samo eden – da si ameriške družine čim več denarja sposodijo in ga tudi zapravijo. Skoraj 80 % BDP v ZDA predstavljajo potrošniški izdatki in večina teh je posledica množičnih nakupov na trgu nepremičnin.

Hkrati z alarmnim večanjem dolga ameriških družin pa preostalo gospodarstvo (proizvodnja) nadaljuje s stagnacijo ali celo upada. V tretjem kvartalu leta 2007 je industrijski sektor sicer obratoval z okrog 80-odstotno izkoriščenostjo kapacitet, vendar je to le manjše izboljšanje v primerjavi s kritičnim obdobjem zadnjih let, ko so ZDA z nekaj več kot 74 % dosegle skoraj

rekordno nizko izkoriščenost. S tako slabimi kazalci pa je seveda kaj malo možnosti za privabljanje investorjev v nove proizvodne obrate in s tem nova delovna mesta. Vlagatelji se raje odločajo za visoko proizvodne trge, kot je npr. Kitajska (World Economic Outlook, 2007).

Oblast ZDA je nadaljevala s podpiranjem visokih potrošniških izdatkov z zanašanjem na pritok tujega denarja pod okriljem nizkih obrestnih mer. Če pa bi se pritok tujega denarja (ki je leta 2005 znašal okrog 2,5 milijarde dolarjev dnevno) zmanjšal ali ustavil, bi bilo ameriško gospodarstvo prisiljeno dvigniti obrestne mere in s tem povečati privlačnost dolarskih investicij. Višje obrestne mere bi pomenile vzvod krizi potrošniških dolgov, hipotekarnih kreditov, kreditnih kartic in avtomobilskih posojil. Gospodarstvo ZDA bi se sprevrglo v depresijsko stanje.

Take črne napovedi vsekakor niso daleč od resnice, saj lahko ameriške družine s svojimi dolgovi podpirajo gospodarstvo le do neke mere. Dolgovi na nepremičninskem trgu dosegajo višino desetih trilijonov dolarjev, kar je več kot dvojna številka izpred desetletja. Družine sprejemajo dolžniške pogoje za vedno daljša obdobja odplačevanja in najemajo kredite za vsak večji osnovni nakup, kot je na primer avto ali hiša. Dolžina avtomobilskega posojila je že leta 2005 znašala več kot 60 mesecev, njegova višina je bila skoraj 30.000 dolarjev, medtem ko je povprečni izdatek za hišo ali stanovanje narasel čez 250.000 dolarjev.

Ob upoštevanju povečevanja brezposelnosti in stagnacije gospodarstva je prepad neizogiben, saj bodo razmere na nepremičninskem trgu dosegle skrajno vzdržno mejo. V tistem trenutku se lahko zgodi, da bodo potrošniki enostavno nehali trošiti in posledično tovarne ne bodo proizvajale, s tem pa tudi ne ustvarjale novih delovnih mest. Te so se namreč, kot omenjeno, že preusmerile tja, kjer so jih potrebovali – na Kitajsko (Engdahl, 2006).

2.2 Dolar kot mednarodna rezervna valuta

Medtem ko se v ameriškem gospodarstvu dogajajo najrazličnejše spremembe in črni scenariji, pa dolar v svetu še vedno vlada kot mednarodna rezervna valuta. V teoriji mora mednarodna valuta opravljati naslednje denarne funkcije: plačilno sredstvo, mera vrednosti in hranilec vrednosti, hkrati pa izpolnjuje funkcijo mednarodnega denarja. Mednarodna uporabnost posamezne valute je odvisna od štirih dejavnikov, in sicer ustvarjenega preteklega zaupanja v valuto oziroma nizke stopnje inflacije države, ki je izdala valuto, nizkih stroškov menjave v to valuto oziroma nizkih transakcijskih stroškov, majhnega tveganja kapitalske izgube in majhnega predvidenega gibanja tečajja te valute (Gandolfo, 1995: 470–472).

Zaupanje v vrednost valute je nujna za njeno mednarodno uporabnost. Prav tako je pomembna tudi politična stabilnost države oziroma območja (EMU), ki mora imeti finančni trg s prostim pretokom kapitala, širok obseg mednarodnih instrumentov, razvit sekundarni

finančni trg in inštitucije v finančnih centrih. Pri zaupanju v valuto je zelo pomembno, kakšna je bila v preteklosti inflacija države izdajateljice denarja, saj mora imeti valuta stabilno vrednost. Visoka in spremenljiva inflacija povzroča deprecijacijo nominalnega deviznega tečaja in negotovost.

Transakcijski stroški so tem nižji, čim večji je obseg menjave na trgu. Ta je odvisen od velikosti mednarodne menjave in strukture plačilne bilance države izdajateljice. Velja pa tudi obratno – čim nižji so transakcijski stroški, tem bolj se valuta uporablja za mednarodna plačila. Moč te vzročno-posledične povezave se je v preteklosti pokazala na primeru dolarja, ko je ta kljub velikim nihanjem deviznega tečaja ohranil vlogo mednarodnega plačilnega sredstva. Na transakcijske stroške torej vpliva tudi nestabilnost dvostranskih trgov posamezne valute. Obseg transakcij na valutnem trgu je odvisen tudi od likvidnosti valute oziroma globine in razvitosti sekundarnega trga. Tveganje kapitalske izgube je tem manjše, čim bolj so finančni trgi mednarodne valute globoki, intenzivni in odporni na šoke (Zoran, 2004: 9).

Kakšno vlogo bo imela valuta v svetovnem gospodarstvu, je odvisno od naslednjih kazalcev (Bergsten, 1996):

- *Velikost gospodarstva, ki je podlaga valuti, in delež tega gospodarstva v svetovni trgovini* – z velikostjo se povečuje obseg transakcij, povpraševanje domačega trga, poznavanje trga in s tem valute, večja odpornost gospodarstva na zunanje šoke in večja razvitost finančnega trga;
- *Neodvisnost gospodarstva od zunanjih dejavnikov in omejitev* – samostojnost in neodvisnost političnih odločitev, majhni vplivi dejavnikov izven gospodarstva, nizek indikator finančne izpostavljenosti;
- *Nizek prag devizne kontrole* – s tem je povezana nizka omejenost pretoka kapitala in trgovinskih tokov;
- *Širina, globina in likvidnost kapitalskih trgov valute* – širina kot število udeležencev in inštrumentov na trgu, globina kot razvitost sekundarnega trga in likvidnost trga zmanjšujejo stroške izposojanja, transakcijske stroške in stroške zavarovanja;
- *Moč in stabilnost gospodarstva in njegov zunanji položaj.*

Glede na velikost gospodarstva je dolar logično postal in ostal vodilna mednarodna valuta. Evroobmočje po številu prebivalcev že prekaša ZDA, glede na raven BDP-ja pa ostaja ameriško gospodarstvo še vedno v prednosti. Dva dejavnika, ki sta bila v preteklosti ključna za prevlado dolarja na svetovnem trgu, sta tudi rast cen in gospodarska rast, ki izražata stabilnost gospodarstva. Območje evra je nastalo ravno z namenom povečanja gospodarske rasti; z oblikovanjem EMU je to območje postalo največji svetovni izvoznik in drugi največji svetovni uvoznik. Tudi finančni trgi so še vedno najbolj razviti v ZDA, finančni trgi evroobmočja pa jim sledijo. Naslednji pogoj za dobro mednarodno valuto, ki ga dolar izpolnjuje bolje kakor ostale svetovne valute, je konvertibilnost valute. In še en prepotrben pogoj za stabilnost in zaupanje v valuto – enotnost in politična stabilnost države izdajateljice. Vloga mednarodne valute pa ima seveda svoje slabosti in prednosti.

Prednosti mednarodne valute so (Kovač, 2006: 31–32):

- priročnost za subjekte, ki prebivajo oziroma poslujejo v državi;
- več posla za banke in druge finančne inštitucije;
- Seignorage;
- politična moč in prestiž.

Slabosti mednarodne valute pa so (Kovač, prav tam):

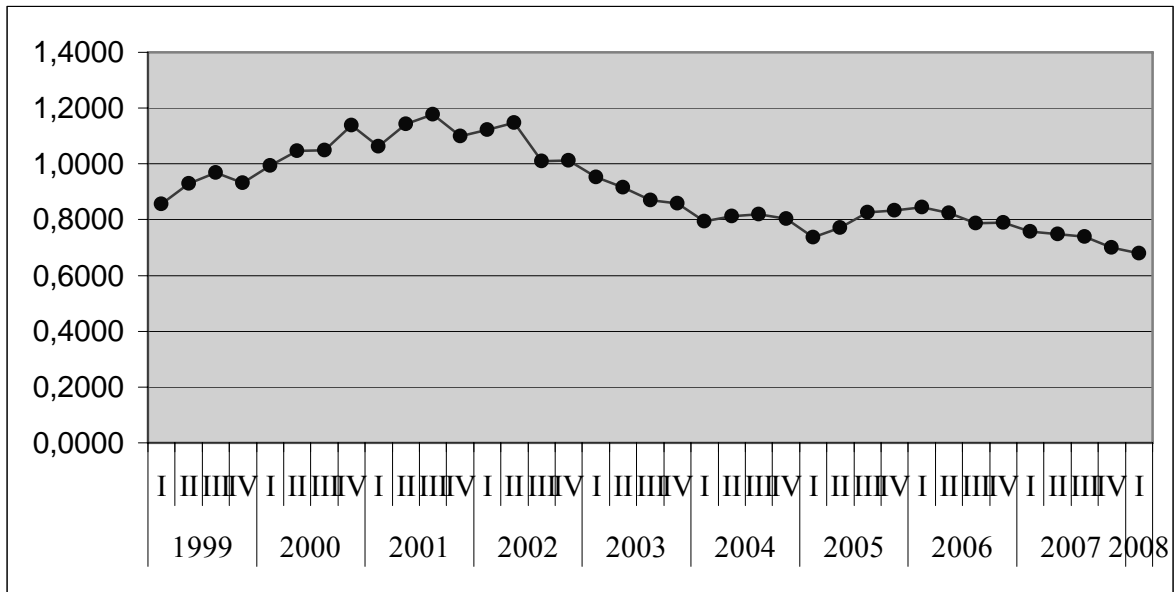
- velika nihanja v povpraševanju po valuti;
- povečanje v povprečnem povpraševanju po valuti (apreciacija);
- odgovornost.

Velika notranja in zunanja politična premoč, vključno z vojaško, je ključni razlog, zakaj dolar še vedno vztraja na prvem mestu mednarodnih valut. ZDA namreč uživajo v statusu svetovne velesile, ki so si ga pridobile tudi z vlogo države izdajateljice mednarodne valute.

2.3 Evro in dolar kot tekmeča za rezervno svetovno valuto

Ob uvedbi evra, morda pa tudi še dandanes, ni bilo prepričljivih dokazov, da bi lahko ta nova valuta resneje konkurirala dolarju, predvsem v vlogi vodilne svetovne valute. Euro je svojo pot začel pri vrednosti 1 EUR = 1,168 USD. Do konca leta 2001 je njegova vrednost krepko padla, najnižjo vrednost je dosegel 26. oktobra 2000, ko je bil 1 EUR vreden 0,8252 USD. Za tak trend je več razlogov, eden glavnih je, da je euro v prvih letih obstajal le kot knjižni denar, s čimer so bili ustvarjeni dvomi o skupni evropski valuti. V istem obdobju pa so ZDA izkazovale dobro gospodarsko rast in gospodarsko ekspanzijo že celo desetletje. Tečaja evra v tem obdobju ni okrepil niti visok primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance, saj se je ta zlahka financiral s tujimi investicijami kapitala v ameriške vrednostne papirje (Kovač, 2006: 30).

Slika 3: Vrednosti deviznega tečaja EUR/USD v obdobju 1999–2008, po kvartalnih.



Vir: FX History, 2008.

Po letu 2002 se je zgodil preobrat v gibanju deviznega tečaja USD/EUR. Med prvimi razlogi je gospodarska rast. V ZDA je leta 2001 zavlada velika negotovost, saj je ameriško gospodarstvo uradno zapadlo v recesijo (dve zaporedni četrtletji z negativno rastjo BDP). Posledično je ameriška centralna banka morala znižati obrestne mere, ki so padle na raven evropskih, to pa je povzročilo povečanje donosnosti naložb, denominiranih v evrih. Nezaupanje v ameriške delniške trge so dodatno podkrepili škandali v Enronu in Worldcomu, kar je bila dodatna spodbuda za investitorje, da so vlagali v evroobmočje. Dodatni vplivi so bili psihološki, saj je teroristični napad 11. septembra 2001 skupaj s poznejšimi povračilnimi ukrepi negativno vplival na zaupanje v ameriško gospodarstvo. Vsi ti dejavniki so postavili ZDA pred nov problem, to je kako financirati velike primanjkljaje v tekočem delu plačilne bilance, ki so se prej financirali preko tujih investicij. Hkrati je apreciacija evra po letu 2002 povečala kupno moč prebivalcev evroobmočja, znižala pritisk na cene in povzročila znižanje cen surovin, katerih cene so bile načeloma izražene v dolarjih. Negativen pa je bil vpliv na podjetja iz evroobmočja, saj se je podražil njihov izvoz v ZDA, ki so ena najpomembnejših trgovinskih partneric evroobmočja (Povzeto po Kovač, 2006: 34.).

Po mnenju Aristovnika in Kešeljeviča (2004) je nizek tečaj dolarja tudi v interesu ZDA, saj »ZDA z nizko vrednostjo dolarja stimulirajo svoj izvoz in na ta način zapolnjujejo trgovinski primanjkljaj. Pred opisanimi dogodki so to počeli s kapitalskimi pritoki, vendar se je zaupanje vlagateljev v ameriške finančne trge močno omajalo in so vedno manj navdušeni nad financiranjem tekočega dela plačilne bilance. Zato breme uravnoteženja tekočega računa prevzema postopek plačilnobilančnega prilagajanja prek deviznega tečaja in spodriva plačilnobilančno prilagajanje.«

Ekonomska teorija pravi, da naj bi tečaj dolarja in evra dolgoročno nihal blizu ravni, na kateri bi imeli obe valuti približno enako kupno moč. Ustrezni modeli bančnih ekonomistov predvidevajo, da bi bil tečaj, pri katerem bi bila kupna moč uravnotežena pri približno 1,20 dolarja za evro (Da se evro ne bi mahnil po lastnem nosu, 2002).

Nekdanji predsednik Zveznih rezerv ZDA Alan Greenspan je septembra 2007 izjavil, da bi evro potencialno že lahko nasledil dolar v njegovi funkciji vodilne svetovne rezervne valute. Po njegovem mnenju je namreč »popolnoma prepričljivo, da bo evro zamenjal dolar v funkciji rezervne svetovne valute ali pa bo priznan ter uporabljan kot njemu enakovredna rezervna svetovna valuta«.

3 Nekatere ocene prihodnosti mednarodnega denarnega sistema

Svetovni gospodarski optimizem (ang. *World Economic Optimism*) bi bil lahko bolj primeren naslov za zadnje polletno poročila IMF z dejanskim naslovom *Svetovni gospodarski pregled* (ang. *World Economic Outlook*). Analitiki IMF namreč za leto 2008 napovedujejo nadaljevanje visoke gospodarske rasti – vsaj na površju. Če pa poročilo pogledamo podrobneje, so napovedi za leto 2008 veliko manj prijetne. Glavna projekcija IMF napoveduje svetovno gospodarsko rast v višini 4,8 %, kar je malo manj od 5,2 %, doseženih v času pisanja omenjenega poročila. Napoved za ZDA pa je slabša – upad gospodarske rasti kar za 0,9 odstotne točke na le 1,9 %. Glede na to, da se v največjem gospodarstvu sveta – ZDA – trenutno nepremičninski trga že zmanjšuje, da se kreditna posojila zategujejo in da se začinja manjša finančna kriza, je upanje na 4,8-odstotno svetovno gospodarsko rast zares optimistično (World economic outlook report, 2007).

3.1 Vloga Kitajske in držav v razvoju

Kitajska je trenutno država, ki ima največji presežek dolarske valute, kitajska valuta juan pa se giblje v skladu z dolarjem (je fiksirana). Trg ZDA je preplavljen s poceni kitajskimi izdelki, velikokrat izdelani preko outsourcinga ameriških multinacionalk. Kitajska ima daleč največji presežek pri trgovanju z ZDA, ki znaša več kot 100 milijard dolarjev letno. Na drugem mestu je Japonska s 70 milijardami dolarjev, sledijo ji Kanada z 48, Mehika s 37 in Nemčija s 36 milijardami dolarjev. Teh pet držav skupaj pomeni skoraj 300-milijardni delež trgovinskega deficita, ki je že leta 2002 znašal 480 dolarjev. Že ti podatki jasno kažejo, kam se usmerja zunanja politika ZDA.

Zanimivo pri celotnem sistemu je to, da je Washingtonu dejansko uspelo **doseči**, da tuje države investirajo svoje prihranke v ZDA in postajajo s kupovanjem državnih obveznic njen posojilodajalec. Azijske države, kot na primer Indonezija, izvažajo svoj kapital v ZDA, namesto da bi bilo ravno obratno. In državne oblasti (Ameriška zakladnica in Alan Greenspan

trenutno nista več aktualna, zato je treba pisati v pretekliku) so še vedno mnenja, da bodo države trgovinske partnerice vedno prisiljene kupovati več in več dolga ZDA že zato, da se ves svetovni denarni sistem ne bi sesul. Kot se je to skoraj zgodilo že leta 1998.

Upravljalci Zakladnice ZDA so z leti postali mojstri v izvajanju ideje o »denarni kokoši«. Glavni sekretar zakladnice Snow (po podatkih spletne strani zakladnice je Snow potrjen sekretar zakladnice od 30. januarja 2003) je namignil, da bi lahko prišlo celo do zloma dolarskega sistema po vojni v Iraku, da bi opozoril Nemčijo pri njenih namerah o tesnem sodelovanju s Francijo in evrom. Le nekaj tednov zatem je namreč dolar ostro padel in nemška izvozna industrija je utrpela veliko škode. Snow je nato obrnil politiko, dolar pa se je stabiliziral in nadaljeval svojo rast s ponovnimi pritoki tujega denarja.

Drugi ključni dejavnik dolarskega sistema so revnejše države posojilojemalke. ZDA je namreč vplivna strateška partnerica v inštitucijah IMF, Svetovni banki in Svetovni trgovinski organizaciji. Države, kot so Argentina, Brazilija ali Indonezija, so prisiljene k devalvaciji svojih valut glede na dolar, privatizaciji državne lastnine in zmanjševanju socialnih transferov zato, da odplačujejo svoj dolarski dolg, v večinski lasti zasebnih ameriških bank. V primeru, da se uprejo razprodajanju svoje najboljše lastnine, pa so te države hitro obtožene korupcije. Hkrati v karibskem območju rastejo tudi centri offshore zakladnic denarja, ki so nastali kot posledica odločitev Washingtona v letih po 1970 v zvezi z deregulacijo bank in finančnih trgov.

Največji problem v ameriškem ustvarjanju tako domačega kot tujega dolga za spodbujanje ameriškega gospodarstva ZDA je, da lahko katastrofalno izniči vso lastno proizvodno in tehnološko bazo. Na konferenci informacijskega združenja junija 2007 je Henry Kissinger opozoril na nevarnost izničenja ameriškega srednjega razreda in ključnih industrij zaradi outsourcinga (izvažanja dejavnosti ali dela poslovanja) na Kitajsko, Indijo in druga cenejša območja. V današnjem času je le še 11 % delovne sile v ZDA zaposlene v proizvodnji, medtem ko je bil – za primerjavo – ta odstotek leta 1970 kar 30 %.

Celo sam nekdanji vodja Feda Greenspan je opozoril Kitajsko na povečano trgovanje z ZDA ter jo spodbudil k višanju vrednosti Renminbija za padanje konkurenčnosti glede na dolarske trge in upočasnitev upadanja delovnih mest. Vsekakor je to početje nevarno, saj ima Kitajska v lasti 340 milijard dolarjev obveznic ameriške vlade in ostalih rezervnih sredstev. ZDA torej potrebujejo Kitajsko varčevanje v dolarjih, da pokrivajo svoje lastne deficite.

Povzamem lahko, da so se ZDA ujele v lastno mrežo. Ameriška delovna mesta, tako hi-tech kot tudi proizvodna, izginjajo iz države z outsourcingom ameriških podjetij na Kitajsko, v Indijo in drugam. Če bo Washington pritiskal na te države za manjše trgovanje, se lahko zgodi, da bo s tem izgubil gos, ki nese zlata dolarska jajca. Kdo bo namreč v tem primeru kupoval ameriški dolg? Nemčija ga lahko kupi le omejeno količino, enako velja za Japonsko.

Vztrajanje pri vojni v Iraku je torej lahko razumljeno ne kot bistvena premoč, ampak bistvena šibkost. Šibkost na gospodarskem področju.

3.2 Surovinski trg in trg denarja kot strateški orožji

Po mnenju mnogih avtorjev je osnovni razlog za vojno v Iraku strateškega pomena. Kot že obrazloženo, so ZDA v dolarskem sistemu odvisne od vedno večje podpore preostalega sveta za kritje svojih dolgov. Točka, kjer bi bila ta situacija še enostavna, pa je že davno mimo. In to je vzrok za ameriški unilateralizem in vojaške grožnje kot obliko zunanje politike. Evropa namreč ne vzdrži več bremena dolgov tretjega sveta, kot je to lahko počela v 80. letih prejšnjega stoletja; ravno tako je naraščajoče breme vedno težje tudi za Japonsko in Kitajsko.

Tudi povprečen Američan se je že odpovedal svojim sanjam o pokojnini. Če bi namreč dolarski sistem želel ostati hegemon, mora poiskati nove velike podporne vire. Brano med vrsticami pa to lahko pomeni nestabilno okolje za preostali svet in morebitne nove vojne.

Dolgoročno gledano je razumljivo, da strategji v Washingtonu delajo načrte o tem, kako vzpostaviti vojaško premoč in predvsem nadzor nad ključnimi strateškimi energetske viri, preden to stori Evrazija. Težave dolarskega sistema in njegova ranljivost sta namreč že stalna tema v svetovnih političnih krogih.

Ali kot je Henry Kissinger nekoč dejal: »Tisti, ki ima nadzor nad hrano, ima nadzor nad ljudmi; tisti, ki ima nadzor nad energijo, lahko nadzoruje cele celine; tisti pa, ki nadzoruje denar, nadzoruje ves svet« (Engdahl, 2006).

3.3 Posojila IMF in njihova primernost

IMF prvotno ni bil ustanovljen z namenom posojilodajalca v skrajni sili, vendar je sprememba mednarodnega finančnega sistema povzročila in zahtevala tudi spremembo delovanja te institucije. Ne samo, da bi to vlogo lahko opravljal, ampak jo vse bolj pogosto tudi dejansko opravlja. To se je pokazalo, z različno mero uspešnosti, v primeru mehiške, azijske in ruske krize. IMF lahko deluje kot posojilodajalec v skrajni sili, čeprav ni mednarodna centralna banka oziroma ne more izdajati svojega denarja – mednarodne likvidnosti. Sposobnost izdajanja denarja namreč ni ključna značilnost posojilodajalca. IMF deluje kot krizni posojilodajalec in tudi kot krizni menedžer. Kot krizni posojilodajalec sicer res nima sam sposobnosti izdajanja likvidnosti, vendar pa ima v lasti precejšnja finančna sredstva, ki jih lahko posredno posodi svojim članicam v primeru likvidnostnih težav.

IMF ima na voljo sredstva, ki jih je pridobil s članskimi kvotami, ki so občasno povišane, izdajanjem posebnih pravic črpanja (SDR – Special Drawing Rights), sposojanjem po *General in New Arrangement to Borrow* (GAB in NAB), pa tudi z zadolževanjem na

kapitalskih trgih – možnosti, ki je ni še nikoli izkoristil. Prav tako lahko IMF deluje kot krizni menedžer, ki koordinira sodelovanje različnih držav in institucij pri oblikovanju finančnega paketa, ki je potem namenjen neki konkretni državi (Kunovar, 2002: 34–37).

Vendar pa IMF z zagotavljanjem likvidnostnih sredstev državam, ki zaidejo v likvidnostne težave, povzroča moralno tveganje, problem, ki se ga na ravni posamezne države skuša minimizirati z večjim nadzorom in regulacijo finančnih institucij. Izraz moralno tveganje pomeni, da lahko računanje na pomoč IMF povzroči manj preudarno gospodarjenje s sredstvi in torej več možnosti za začetek krizne situacije. Države posojilodajalke posojajo državam v krizi pod nižjimi obrestnimi merami, kot bi sicer, in pritisk na vlade držav kreditorejalk za dosledno sledenje stabilni fiskalni politiki je manjši. K odpravljanju tega problema bi pripomogla že večji nadzor in regulacija.

Problem moralnega hazarda bi na mednarodni ravni lahko skušali odpraviti s pogojevanjem. Samo tiste države, ki izpolnijo neke vnaprej določene kriterije, še posebej v zvezi z urejenostjo in delovanjem bančnega sistema, si lahko v primeru likvidnostnih težav izposojajo od IMF-a. Na ta način bi spodbudili države k hitrejšemu uveljavljanju mednarodnih (bančnih) standardov. Če jih ne bi sprejele, tudi ne bi bile upravičene do pomoči v primeru likvidnostne krize. To bi dejansko pomenilo, da bi tudi IMF moral upoštevati te pogoje in odkloniti pomoč državam, ki pogojev ne izpolnjujejo (Fischer, 1999: 8–12).

Uspešnost ali neuspešnost IMF naj bi bila očitna zlasti v primeru azijske krize. Ekstremni oceni sta plod pristašev ali kritikov sedanjega načina delovanja in pristojnosti IMF. Azijski zasebni sektor je bil pred začetkom krize močno zadolžen, večji del dolga pa je bil denominiran v tuji valuti. Ob začetku krize, leta 1997, je IMF državam zagotovil dovolj posojil, da so se izognile bankrotu in ohranile dostop do mednarodnih kapitalskih trgov. Na ta način so države lahko še naprej sproti poravnave svoje dolžniške obveznosti in ni bilo nobene potrebe po prekinitvi plačevanja dolga in razglasitvi moratorija (Hale, 1998: 9). V nekaterih primerih je IMF dejansko deloval kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili, saj državam ni preskrbel kratkoročnih posojil za reševanje problema plačilnobilančnega primanjkljaja, temveč za poravnavanje kratkoročnih dolgov v tujih valutah (Koreja, Brazilija, Mehika). Podatki napeljujejo na misel, da IMF deluje bolj kot krizni menedžer in ne toliko kot krizni posojilodajalec. Skupne višine finančnih paketov, ki so jih dobile države v primeru finančnih kriz, so namreč precej višje od posojil IMF-a. Slednji torej posodi le del sredstev, potem pa – zlasti s pomočjo ZDA – pomaga pri oblikovanju finančnih paketov, v katere sredstva prispevajo tudi druge države in institucije. Deluje kot nekakšen katalizator, s pomočjo katerega se naberejo finančna sredstva za pomoč državam, ki se soočajo s finančno krizo. Sklenjeni programi ekonomske stabilizacije, ki so pogoj za sklenitev omenjenih aranžmajev z IMF-om, namreč vlivajo zaupanje v kredibilnost obljub držav in vzpostavljanje stabilnosti v njihovih gospodarstvih (Kunovar, 2002: 34–37).

Zagovorniki IMF-a kot posojilodajalca v skrajni sili ne podajajo zgolj razlogov za, ampak tudi odgovarjajo na kritike drugih. Krugman (1998) pri odgovoru na kritike povleče vzporednice z domačim gospodarstvom. Tako kot na ravni posamezne države potrebujemo posojilodajalca v skrajni sili, ki posoja denar bankam v primeru navala in ki s svojo prisotnostjo zmanjšuje nevarnost finančne panike, tako potrebujemo tudi na mednarodni ravni takšno institucijo – in trenutno to vlogo opravlja IMF.

Pri številnih avtorjih lahko zasledimo bolj ali manj ostre kritike delovanja IMF-a kot posojilodajalca v skrajni sili. Kritike segajo od dejstva, da to sploh ni cilj IMF-a, do tega, da ne zadovoljuje ključnih značilnosti, ki bi jih kot takšna institucija moral imeti. Nekateri gredo celo tako daleč, da zagovarjajo kar odpravo IMF-a kot institucije, ki je že preživela svojo uporabnost in v obstoječem, sploh pa prenovljenem mednarodnem finančnem sistemu nima kaj iskati. Kritike IMF-a kot posojilodajalca v skrajni sili bi lahko razvrstili v naslednje skupine (Kunovar, 2002: 34–37):

- *delovanje v neskladju s prvotnim namenom* – dogovor v Bretton Woodsu je določal, da IMF pri neravnotežju fiksnih tečajev pomaga članicam pri premostitvi plačilnobilančnih primanjkljajev;
- *(ne)spodobnost IMF-a za izdajanje denarja oziroma mednarodnih rezerv* – IMF je omejen s sredstvi in tako nepripravljen na soočanje z večjimi krizami, SDR niso splošno sprejeta valuta (Keleher, 1999: 6);
- *počasnost sprejemanja odločitev v IMF-u pri soočanju s finančno krizo* – visoke stopnje pogojevanja preprečujejo hitro reagiranje (Schwartz, 1998a: 6);
- *(ne)transparentnost opravljanja te funkcije* – pogoji so velikokrat prikriti in dogovorjeni v procesu pogajanj, namesto vnaprej;
- *zagotavljanje likvidnosti za reševanje nesolventnih institucij* (nesolventne banke, ki posledično ravnajo neprevidno) in s tem ustvarjanje
- *moralnega tveganja.*

Obstoječa ureditev delovanja IMF torej ne deluje. Vendar to še ne pomeni, da mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili ne potrebujemo. Tudi ne pomeni, da to ne more biti IMF. Očitno so pač potrebne temeljite spremembe v njegovem delovanju in opredelitvi njegovega mandata.

Pred več kot šestdesetimi leti je sodelovanje med ZDA in Evropo obrodilo sadove v obliki mednarodnega sklada ali IMF, ki naj bi pomagal okrepiti svetovno gospodarsko rast in mednarodno finančno stabilnost. Sklad je do kakšnega desetletja nazaj večinoma deloval v sodelovanju obeh strani, takrat pa ga je omajal program pomoči Mehiki in nadaljnji podobni zapleti, vir strateških nesoglasij. Danes se zato IMF srečuje s krizo legitimnosti in relevantnosti, na prvi pogled pa niti ZDA niti evropske države ne kažejo pretiranega zanimanja za kakršnekoli spremembe ali reformo IMF.

Jasno je, da bi bilo treba na prvem mestu javno reorganizirati in ponovno utrditi sistem IMF, vključno s Svetovno banko (World Bank), ter hkrati prenesti več odgovornosti s tradicionalnih industrijskih držav na rastoče trge in države v razvoju. Predvsem bi bila potrebna prerazdelitev in razširitev volilnih glasov v IMF, ki bi odražala spremembe v svetovnem gospodarskem okolju.

Sama sodobna legitimnost IMF pa je močno povezana z globalizacijo in finančnimi trgi. Na eni strani je namreč od IMF pričakovati, da bo podpiral finančne trge in zagotavljal njihovo stabilnost. Po drugi strani pa je treba upoštevati Kitajsko, Brazilijo, Indijo, Južnoafriško republiko, Korejo in mnoge druge države, ki v svetovnem gospodarstvu in mednarodnih finančnih trgih igrajo pomembne vloge. V današnjem globaliziranem svetu namreč robustno gospodarstvo Evrope in ZDA ni imuno na dogajanje in nestabilnosti v preostalem delu sveta. Torej imata obe območji interes za vzdrževanje stabilnosti sistema in pravilno reformo IMF. Po mnenju Trumana (2007) primanjkuje le »močno politično vodstvo na obeh straneh Atlantika«.

V svetu sicer obstajajo tudi druge institucije, ki so ustanovljene z namenom skrbeti za stabilnost mednarodnega denarnega sistema, kot na primer *Financial Stability Forum* in *Bank for International Settlements*, vendar mora IMF še vedno odigrati ključno vlogo kot njihov nadzornik in povezovalec.

IMF je torej v preteklosti igral več vlog, najpomembnejša med njimi ostaja vloga nadzornika nad deviznimi tečaji in njihovo stabilnostjo. Njegovo poslanstvo je voditi države v reševanju situacij, kakršna je trenutno nastala na območju transpacifiške neuravnoteženosti, vendar bo za reševanje te krize potreboval več moči in vplivnejšo vlogo. IMF lahko rešuje situacijo z lastnimi predlogi in ne le koordinacijo posameznih nacionalnih interesov. Predvsem pa je po mnenju nekaterih avtorjev treba prerazporediti odločevalne pravice v prid rastočim trgov in državam z nižjimi prihodki. Ob vseh teh procesih pa ameriški dolar ostaja ključna svetovna valuta tako pri mednarodnih trgovinskih kot tudi finančnih translacijah.

Nekateri avtorji kritik delovanja IMF so dodali tudi svoje predloge glede prihodnosti in vloge mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili. Meltzer (1998: 4) priznava problem, do katerega lahko pride v državah v razvoju, kjer je večji del dolga denominiran v tuji valuti. Če si institucije v teh državah naenkrat ne morejo več izposojati sredstev za poravnavo kratkoročnega dolga, lahko kljub solventnosti postanejo nelikvidne – torej nesposobne za poravnavanje tekočih obveznosti. Rešitev bi bil pravi posojilodajalec v skrajni sili. Za razliko od IMF-a le-ta ne bi podpiral omenjenih institucij, pač pa bi jim zaračunaval kazensko obrestno mero (torej obrestno mero, ki je nad tržno) in zahteval v zameno zastavo dobrega premoženja. Kazenska obrestna mera bi odvrčala posojilojemalce od sponojanja pri posojilodajalcu v skrajni sili, razen v primeru resničnih težav. Zahteva po zastavi dobrega premoženja pa bi spodbudila banke in druge finančne institucije, da imajo v lasti takšno premoženje. S tem bi zmanjšal tveganje ter povečal varnost in solventnost.

Tudi Schwartz (1998: 2) poudarja napake IMF-a pri opravljanju vloge posojilodajalca. Ne more izdajati denarja, deluje prepočasi, predvsem pa povzroča moralno tveganje. Schwartzova meni, da je svet že prebrodil nekaj kriz in so torej te očitno tudi same po sebi na dolgi rok rešljive, zato rešitev ni v reformi IMF-a, pač pa preprosto v njegovi opustitvi. Niskanen (1999: 332–333) poudarja, da IMF ni prilagojen opravljanju funkcije mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili, vendar meni, da obstaja možnost, da bi v prihodnosti IMF to vlogo opravljal v vseh pogledih, le da ne bi izdajal denarja. Pogoji za pridobitev posojil bi morali biti vnaprej objavljeni in za vse enaki. Posojila bi moral dajati v skladu z Bagehotovim principom – po kazenski obrestni meri in z zastavo dobrega premoženja.

Predlog, da bi IMF kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili moral biti sposoben izdajati denar, ima svoj smisel. A bolj kot to je pomembno, da ima dostop do zadostne količine finančnih sredstev. Glede na to, da je zelo majhna verjetnost, da bo v bližnji prihodnosti obstajala mednarodna institucija, ki bo izdajala mednarodni (globalni) denar, je v skladu z omenjenim predlogom edina možnost, da bi mednarodni posojilodajalec v skrajni sili bila centralna banka, ki izdaja ključno rezervno valuto (na primer Fed). A še manjša je verjetnost, da bodo države pripravljene prepustiti nadzor nad poslovanjem domačih finančnih institucij tuji centralni banki. Prav tako nima smisla, da bi posamezna centralna banka sploh prevzela odgovornost za zagotavljanje likvidnosti celotnemu mednarodnemu finančnemu sistemu. Gotovo je bolje, da to funkcijo opravlja mednarodna institucija (Kunovar, 2002). Ob teh različnih predlogih glede novih možnosti in nalog v delovanju IMF ostaja še nadalje pomemben položaj dolarja. Po eni strani kot ključne svetovne valute, ki je tudi najbolj zastopana v deviznih rezervah in tudi v sredstvih, s katerimi razpolaga IMF. Torej je dolar še vedno ključna svetovna intervencijska valuta. Prav ta položaj dolarja ob drugem dejstvu, da je pri morebitnih reformah sistema IMF odločilen ameriški glas (glasovi so vezani na članske kvote), povzroča zastoje in težave pri dejanskem iskanju pravih rešitev za reformo vloge IMF v mednarodnem denarnem in finančnem sistemu.

V primeru svetovne likvidnostne krize, kot smo ji bili priča npr. leta 1998, je običajno, da se njene največje posledice čutijo predvsem v tistih svetovnih finančnih centrih, kjer domujejo najpomembnejše svetovne centralne banke. Ameriški Fed in Evropska centralna banka (ECB) lahko z instrumenti direktne intervencije namreč najlažje in najučinkoviteje posegata na denarni trg. Na drugi strani pa t. i. periferni finančni centri »zahtevajo« veliko podpore s strani IMF, ki v absolutnem znesku povpraševanja običajno močno preseže agregatno vsoto, ki jo takim intervencijam na trgih tretjih držav v okviru sistema kvot nameni IMF. Toda vnaprejšnja avtorizacija IMF-a za izdajo novih SDR za uporabo v primeru nastanka omenjenih kriznih razmer (oziroma koriščenje sklada SDR-rezerv, kot je to predlagala delovna skupina sveta za zunanje zadeve) ne bi bila v skladu z dogovorom iz leta 2002, ki je skupno vsoto izdanih SDR za tovrstne namene omejil v višini 34 milijard SDR. V primeru res zaostrenih likvidnostnih razmer namreč primernost uporabe SDR (v primerjavi z možnostjo

izposoje pri glavnih kreditodajalcih sklada v najpomembnejših svetovnih rezervnih valutah) še zdaleč ni samoumevna (Clark, Polak, 2004: 5–7).

3.4 Predlogi za reformo sistema IMF

Korak v smeri sprememb na področju moralnega tveganja že predstavljata nova finančna aranžmaja IMF-a – SRF in CCL (Supplemental Reserve Facility in Contingent Credit Lines), saj predstavljata način povečevanja kredibilnosti držav in zmanjševanja verjetnosti finančnih kriz (Giannini, 1999: 26). Države morajo namreč izpolniti določene pogoje, da so upravičene do sredstev iz teh aranžmajev, kar pomeni tudi sprejemanje ukrepov za večjo stabilnost gospodarstva. Ti ukrepi pa lahko povečajo zaupanje investitorjev in zmanjšajo pogostost pojavljanja finančnih panik. S stališča IMF kot posojilodajalca v skrajni sili je pomemben zlasti aranžma CCL, ki naj bi za države članice dejansko pomenil nekakšno obrambo oziroma zavarovanje pred izbruhom finančne krize. Državi članici IMF namreč omogoča dostop do finančnih sredstev v višini od 500 do 700 odstotkov njene kvote, kar je precej več od sredstev, ki so jih države lahko dobile doslej. Takšna višina sredstev državi že lahko omogoči lajšanje njenih likvidnostnih težav. Vendar pa je dostop do sredstev tega aranžmaja visoko pogojevan – se pravi, ne gre za avtomatični dostop do likvidnosti v primeru izbruha finančne krize; gre bolj za načelen dostop do teh sredstev kot pa realno možnost njihovega koriščenja. To potrjuje tudi dejstvo, da do leta 2000 niti ena od držav članic ni sklenila aranžmaja CCL (Mrak, 2002: 653). CCL je torej pravi korak v smeri zmanjševanja moralnega tveganja – instrument, ki daje državi dostop do likvidnosti le, če doseže določene standarde. Države imajo zato večje spodbude, da te standarde uveljavijo. Pogoj za to je seveda, da se tudi IMF drži teh določil in državam, ki pogojev ne izpolnijo, ne da posojila (povzeto po Kunovar, 2002: 34–37).

IMF je na zasedanju septembra 2006 podprla predlog ad hoc zvišanja kvot za štiri do zdaj podzastopana hitro razvijajoča se gospodarstva – Kitajsko, Južno Korejo, Mehiko in Turčijo. Te države so, kot poudarja IMF, edine štiri države v organizaciji, ki so podzastopane glede na vse štiri kriterije za izračun glasovalnih pravic. To so bruto domači proizvod, odprtost gospodarstva, višina rezerv in nihanje gospodarske rasti. V skladu s predlogom se je Kitajski delež glasovalnih pravic v IMF zvišal z 2,94 na 3,65 odstotka, Južni Koreji z 0,76 na 1,33 odstotka, Mehiki z 1,20 na 1,43 odstotka in Turčiji z 0,45 na 0,55 odstotka.

Sicer pa se IMF v prihodnje obeta korenitejša reforma kvotnega sistema v obliki nove formule za izračun kvot. O smeri reforme pa znotraj organizacije ni popolnega soglasja. Nezadovoljne so nekatere evropske države, ki se bojijo, da bi izgubile katerega izmed osmih sedežev v 24-članskem odboru IMF, in države v razvoju. Poleg tega štiri članice, Argentina, Brazilija, Indija in Egipt, nasprotujejo spremembam in pozivajo k preložitvi reforme, dokler ne bodo oblikovali enostavne in transparentne formule za izračun kvot, ki bi dejansko

odražala gospodarski položaj članic (IMF namerava hitro rastočim gospodarstvom dati več besede, 2006).

Leta 2008 si je vodstvo IMF zadalo izpopolnitev in uveljavitev naslednjih reform (IMF, 2007):

– *Gospodarski in finančni nadzor trgov.* Pomen te točke je v učinkovitejšem nadzoru finančnih trgov na lokalni in globalni ravni, kar bi omogočilo boljši izkoristek globalnega dosega IMF in makroekonomske finančne ekspertize njegovih strokovnjakov. Glede na analize finančne turbulentnosti okrog krize v ZDA bo glavna naloga IMF skrbeti za transparentnost dogajanja, konsistentne metode vrednotenja sredstev in upravljanja s tveganji ipd.

– *IMF prihodki in izdatki.* Reforma na tem področju bo potekala istočasno. Želja vodstva je zmanjšati stroške za okrog 100 dolarjev na letni ravni, vključno z zmanjšanjem števila zaposlenih za 300–400 ljudi. Hkrati se vodstvo ozira za novimi vzdržnimi viri financiranja, oba predloga pa bosta v celoti podana na aprilskem srečanju vodstva IMF.

– *Sprememba v vodenju IMF.* Trenutno je IMF v fazi dveletnega programa spremembe sistema kvot na podlagi upoštevanja članic v razvoju. Program iz leta 2006, ki je opisan zgoraj, naj bi povečal legitimnost same inštitucije v svetu.

– *Države z nizkimi dohodki.* V načrtu vodstva IMF sta natančna opredelitev in ocena vloge IMF v pomoči državam po kriznih obdobjih ali v obdobjih ranljivosti.

– *Izgradnja kapacitet.* Ena od zamisli o reformah IMF vključuje implementacijo nove srednjeročne strategije za tehnično pomoč v prvih mesecih leta 2008. V skladu s tem bo vodstvo IMF razpravljalo tudi o programu izobraževanja in treningov za članice.

– *Preprečevanje kriznih situacij.* Naloga menedžmenta sklada bo v prihodnje predstaviti vodstvu pregled in oceno morebitnih kriznih situacij in njihov pomen za delovanje IMF v smislu preprečitve in/ali razrešitve takšnih kriznih situacij.

Vsi predlogi reform bodo obravnavani in dopolnjeni v prvih mesecih leta 2008 in le upamo lahko, da pomenijo prvi večji korak k ureditvi mednarodnih razmer na področju trgovanja in financ.

3.5 Sodelovanje dolar – evro – jen

Evropa in ZDA si v svetu delita odgovornost na različnih področjih, eno najpomembnejših pa je vsekakor denarno. Vsaj 80 odstotkov, ponekod pa tudi več kot 90 odstotkov mednarodnih finančnih instrumentov je denominiranih v dolarju ali evru: obveznice, bančna posojila in depoziti, valutne rezerve. Leta 2004 sta bili valuti uporabljeni kar v 63 odstotkih vseh menjav na mednarodnih trgih. Ti podatki že zdaj kažejo izrazite značilnosti, še bolj pa so pomembni kot odraz prihodnjega razvoja finančnih sistemov po svetu.

Od pojava evra leta 1999 pa do konca leta 2006 je vrednostni delež dolarja v vseh uradnih valutnih rezervah padel za 6,4 odstotne točke, njegov količinski delež pa za 3,2 odstotne točke. V istem obdobju je ta delež med državami v razvoju upadel za 10,6 odstotne točke količinsko oziroma 7,6 odstotne točke vrednostno. Pri vseh merjenjih pa se kaže tudi dejstvo, da so v tem obdobju deleži evra narasli za več, kot so upadli deleži dolarja. Vprašanje, ki se zastavlja na tem mestu, je, ali to pomeni konkurenco med njima ali pa morda deljeno odgovornost.

Nekateri avtorji in politični vodje menijo, da diverzifikacija sistema mednarodnih rezerv povzroča potencialno nevarnost stabilnosti mednarodnega finančnega sistema, vendar pa obstajajo argumenti tako za to trditev kot tudi proti njej. Naloga evropskih in ameriških voditeljev na tem mestu je, da zamenjajo skrb za dvigovanje vrednosti in deležev lastni valuti za skrb o transparentnosti in zanesljivosti v upravljanju z deviznimi rezervami.

Trenutno je naloga vsaj 26 držav, ki držijo v rokah ključni obseg svetovnih deviznih rezerv, da te rezerve in njihovo strukturo vsaj enkrat letno razkrijejo. Med drugim so to ZDA, Evropska centralna banka, štiri države iz evroobmočja in šest držav članic EU.

Po mnenju nekaterih avtorjev (Engdahl, 2006) bi morale slediti temu vzoru vse članice EU in ECB. Hkrati bi morale države, vključno z ZDA, spodbujati preostale države z večjimi vsotami deviznih rezerv, da to storijo tudi same. Prva na seznamu bi morala biti Japonska, saj je kompozicija njenih deviznih rezerv skoraj popolna neznanka, slediti pa bi ji morala Kitajska.

Če se ozremo k možnostim sodelovanja na področju preprečevanja pranja denarja in k mikrospektriji diverzifikacije valut, moramo najprej poudariti dejstvo, da sta evro in dolar množično v uporabi izven meja njenih držav izdajateljic. Minimalna ocena za dolar dosega 50 % oziroma približno 400 milijard dolarjev (ob koncu leta 2006), za evro pa 20 % oziroma več kot 150 milijard dolarjev (Truman, 2007: 25–33).

Treba je poudariti tudi dejstvo, da je največja vrednost dolarskega bankovca kar 100 dolarjev, ti bankovci pa pokrivajo kar 72 % vrednosti papirnatega denarja dolarske valute v obtoku. Največja vrednost evrskih bankovcev je 500 evrov, sledijo pa mu tudi bankovec za 200 in 100 evrov; ti trije skupaj so konec leta 2006 pokrivali 56 % celotne vrednosti papirnate oblike evrske valute v obtoku. Splošno prepričanje v zakonodajnih krogih je, da je večina bankovcev

z visokimi vrednostmi povezana z izogibanji davkom ali drugo nelegalno dejavnostjo, tako domačo kot mednarodno. Njihovo kroženje torej spodbuja kriminalno dejavnost. Mnogi so zato mnenja, da bi veliki bankovci morali iz obtoka. Na tem mestu naj omenim tudi to, da so se ZDA borile proti izdaji 500-evrskega bankovca, uradno zaradi že omenjenih težav, neuradno pa tudi zato, ker so se zdale izgube seinoragea (zaslužka države izdajateljice denarja). S sodelovanjem bi obe izdajateljici lahko delovali skupno, prenehali izdajati velike bankovce in se tudi sicer odpovedali deležu seinoragea, vendar občutno zmanjšali pranje denarja in hkrati povečali davčne prihodke. Poleg naštetih verjetno obstaja še množica drugih razlogov, zakaj bi morali Evropa in ZDA sodelovati na področju krepitve svetovnega denarnega sistema (Truman, 2007: 25–33).

Tretji pomemben člen v zgodbi o mednarodnem denarnem sistemu je vsekakor Kitajska. Kitajsko gospodarstvo je leta 2007 naraslo za 11,5 odstotka, kar je največja rast v zadnjih 13 letih. V naslednjih treh do petih letih naj bi se stopnja rasti gibala med osmimi in desetimi odstotki. Po podatkih Svetovne banke iz konca leta 2007 je Kitajska drugo največje gospodarstvo na svetu; njen BDP predstavlja 9,7 odstotka skupnega svetovnega. Gospodarski napredek je povezan z vse večjo porabo kitajskega državljana (IMF, 2007).

Predstavniki IMF močno spodbujajo Kitajsko, da sprostijo svojo valuto in ji dopusti apreciacijo. Večja fleksibilnost valute naj bi bila po mnenju predstavnikov IMF namreč v najboljšem interesu Kitajske. V zadnjem Svetovnem gospodarskem pregledu avtorji IMF pišejo, kako bi »fleksibilnost navzgor skupaj s spremembo deviznega režima in povečano potrošnjo pripomogla k prepotrebni uravnoteženju svetovnih neravnovesij«.

Navkljub napovedi počasnejše rasti ZDA in šibkejšega dolarja IMF še vedno ne vidi večjega izboljšanja v enormnih svetovnih trgovinskih neravnovesjih, utelešenih predvsem v velikem plačilnobilančnem trgovinskem primanjkljaju ZDA, ter na drugi strani ogromnih presežkih azijskih držav in držav izvoznic nafte. Po mnenju IMF bo trenutno stanje ameriškega plačilnobilančnega primanjkljaja ostalo na ravni približno 1,5 % svetovnega proizvoda do leta 2012.

Težave v stabilizaciji pa so seveda predvsem političnega izvora. Skupina sedmih finančnih ministrov in guvernerjev IMF sicer lahko zelo jasno izraža svoja mnenja o tem, kako ne bo podpirala dolarja, v zameno pa zahtevala hitrejšo rast kitajskega renmimbija, ampak na to drugo seveda nima nikakršnega vpliva. Jasno je, da tu seveda tiči osrednji problem stagnacije mednarodnega finančnega sistema.

Nizka podpora dolarju niti ni več presenečenje, saj izvozniki (izvoz je leta 2007 porasel za 12,8 %) predstavlja svetlo točko na obzorju ameriškega gospodarstva, trgovinski primanjkljaj pa je za malenkost že upadel. V nasprotju so evropske države, skupaj s še nekaterimi, katerih valute se gibljejo glede na položaj dolarja, manj navdušene nad dogajanjem. Euro in valute, kot je na primer avstralski dolar, prenašajo posledice teh dogajanj, skupaj z izgubo svoje izvozne konkurenčnosti. To so države, ki bi sicer lahko pridobile od IMF-ovega upravljanja z

dolarjem, vendar po vsej verjetnosti niso kos dejanjem, ki bi bila potrebna za ohranitev vrednosti dolarja. Obrestne mere ZDA bodo po pričakovanjih padle relativno glede na omenjene države, nepremičninski in kreditni trg pa bosta težko unovčila svoje zahteve. Iz ZDA posledično odteka tudi tuj kapital, in sicer 163 milijard dolarjev samo v avgustu 2007.

Na podlagi vseh kočljivih dejavnikov so upravljavci mednarodnega finančnega sistema pustili situacijo z dolarjem pri miru in se raje lotili lažje tarče – hitrejšega dviga vrednosti kitajskega renmimbija. Ideja sicer ni napačna, saj bi pospešila uravnoteženje globalnih neravnovesij in pomagala urediti kitajsko gospodarstvo. Vendar po drugi strani to ni in ne more biti politika skupine G7 – je le njen nadomestek. Kitajska je namreč hitro in jasno izrazila mnenje, da se bo vrednost valute spremenila le takrat in le za toliko, ko in kot bi se kitajski vladi zdelo ustrezno.

Če povzamem, je torej situacija trenutno v statusu quo. Dolar je pod pritiski, evro pa se kaže kot varnostni izhod. Dokler evropsko gospodarstvo ostane čvrsto, je takšen položaj vzdržen. Zelo težko pa bo uravnavati situacijo, če bo dolar še naprej padal pod kritičnih 1,60 ali 1,70 za en evro.

Sklep

Brettonwoodski sporazum je uvedel sistem trdnih deviznih tečajev, vezanih na ameriški dolar in prek dolarja na zlato, ki naj bi zagotavljal konvertibilnost nacionalnih valut. Jedro sistema je predstavljal Mednarodni denarni sklad, ki naj bi skušal razviti povojno mednarodno sodelovanje in pomagal pri vzpostavitvi multilateralnega plačilnega sistema. Do šestdesetih let prejšnjega stoletja je bila ta kombinacija dokaj uspešna. ZDA, Japonska in zahodnoevropske države so imele v tem obdobju visoke stopnje rasti BDP in produktivnosti, ameriški dolar pa je postal glavna valuta za devizne rezerve, ki so državam omogočale vzdrževati sistem fiksnih deviznih tečajev in stalno ceno zlata (35 dolarjev za unčo). Med letoma 1958 in 1971 pa so ZDA ohranjale vztrajen plačilnobilančni primanjkljaj. Sprva so ga ekonomisti obravnavali kot začasnega, vendar se je kaj kmalu izkazalo, da primanjkljaj ne bo izginil, prej nasprotno. Težave dolarja oziroma ameriškega gospodarstva in dvojna cena zlata so povzročile, da so se leta 1970 začela velika gibanja kapitalskih sredstev. Nato je leta 1971 razpadel brettonwoodski sistem in začelo se je obdobje drsečih deviznih tečajev.

Rast dolarskih vrednosti v svetovni ekonomiji, ki sta jo poganjala dražitev nafte in ameriško zadolževanje, je postopno postal pravi vir svetovne inflacije, ki smo ji bili od leta 1971 priča v Evropi in drugod po svetu. Okrog 67 % vseh rezerv centralnih bank sicer še vedno zaseda dolarska valuta, medtem ko evro krepi svoj položaj z okrog 15 %, zlato pa ostaja kot rezerva le še v zelo majhnih količinah. Do prihoda evra ni bilo niti teoretičnega tekmeca dolarju v svoji funkciji mednarodne rezervne valute. Dokler so ZDA ključna svetovna vojaška velesila,

bo svet sprejemal inflacijsko rastoče ameriške dolarje v plačilo za svoje dobrine. Države v razvoju, kot so Argentina, Kongo ali Zambija, so prisiljene v pridobivanje dolarjev zaradi zahtev IMF. Industrijske države pa so primorane k trgovanju v dolarjih zaradi zaščite vrednosti lastne valute. Gospodarstvo ZDA je odvisno od tujih posojil, ki pa so v osnovi dolarska. Ta posojila ZDA omogoča precej višji življenjski standard, kot bi si ga dejansko lahko privoščile z lastnimi prihranki. ZDA torej dejansko živijo od denarja, sposojenega od preostalega sveta, kar jim omogoča vloga ameriškega dolarja kot nekoč ključne rezervne, danes pa kot ključne mednarodne plačilne in finančne valute.

Sklepamo lahko, da bo tekmo med evrom in dolarjem odločilo predvsem to, ali bo Velika Britanija vstopila v EMU ter s tem okrepila evrogospodarsko in vojaško območje ter ali bo makroekonomska politika ZDA razvrednotila zaupanje v dolar kot vodilno svetovno valuto prek inflacije in deprecijacije. Če se bo do leta 2020 v EMU vključilo še 13 držav članic EU (vključno z VB), bi evro nekaj let pozneje lahko postal vodilna svetovna valuta. Na svetovnih finančnih in trgovskih trgih se že kaže, da se mednarodni denarni sistem odmika od absolutne prevlade dolarja k bipolarnemu sistemu dolar–evro, Alan Greenspan pa je septembra 2007 izjavil, da bi evro potencialno že lahko nasledil dolar v njegovi funkciji vodilne svetovne rezervne valute.

Po azijski krizi leta 1998 se je krizni položaj dolga ZDA še okrepil. Osrčje problema predstavljajo zasebni potrošniški dolgovi, predvsem hipoteke na hiše in stanovanja, hkrati z alarmnim večanjem dolga ameriških družin pa preostalo gospodarstvo – proizvodnja nadaljuje s stagnacijo ali celo upada. Vendar se ZDA ne predajo. Zanimivo pri celotnem sistemu je to, da je Washingtonu dejansko uspelo, da tuje države investirajo svoje prihranke v ZDA in postajajo s kupovanjem državnih obveznic njen posojilodajalec.

Države, kot so Argentina, Brazilija in Indonezija, so prisiljene k devalvaciji svojih valut glede na dolar, privatizaciji državne lastnine in zmanjševanju socialnih transferov zato, da odplačujejo svoj dolarski dolg v večinski lasti zasebnih ameriških bank. IMF je sicer priznan kot neke vrste posojilodajalec v skrajni sili, vendar z zagotavljanjem likvidnostnih sredstev državam, ki zaidejo v likvidnostne težave, povzroča moralno tveganje, problem, ki se ga na ravni posamezne države skuša minimizirati z večjim nadzorom in regulacijo finančnih institucij. Jasno je, da bi bilo treba na prvem mestu javno reorganizirati in ponovno utrditi sistem IMF, vključno s Svetovno banko, ter hkrati prenesti več odgovornosti s tradicionalnih industrijskih držav na rastoče trge in države v razvoju. Predvsem bi bila potrebna prerazdelitev in razširitev volilnih glasov v IMF, ki bi odražala spremembe v svetovnem gospodarskem okolju.

V današnjem globaliziranem svetu čvrsto gospodarstvo Evrope in ZDA ni imuno na dogajanje in nestabilnosti v preostalem delu sveta. Obe območji imata torej interes za vzdrževanje stabilnosti sistema in pravilni reformi IMF. Po mnenju Trumana (2007) primanjkuje le »močno politično vodstvo na obeh straneh Atlantika«. Tretji pomemben člen v zgodbi o

mednarodnem denarnem sistemu pa je vsekakor Kitajska, ki jo predstavniki IMF močno spodbujajo, da sprostijo svojo valuto in ji dopusti apreciacijo.

Nekateri avtorji in politični vodje sicer menijo, da diverzifikacija sistema mednarodnih rezerv povzroča potencialno nevarnost stabilnosti mednarodnega finančnega sistema, vendar pa obstajajo argumenti tako za to trditev kot tudi proti njej. Naloga evropskih in ameriških voditeljev na tem mestu je, da zamenjajo skrb za dvigovanje vrednosti in deležev lastni valuti za skrb o transparentnosti in zanesljivosti v upravljanju z deviznimi rezervami.

Povzamem in zaključim lahko z mislijo, da so se ZDA ujele v lastno mrežo. Ameriška delovna mesta, tako visokotehnološka kot proizvodna, izginjajo iz države z outsourcingom ameriških podjetij na Kitajsko, v Indijo in drugam. Vrednost dolarja vztrajno pada in bo padala očitno tudi v prihodnje. Nizka podpora ameriškega vodstva dolarju ni več presenečenje, saj izvoz predstavlja svetlo točko na obzorju ameriškega gospodarstva, trgovinski primanjkljaj pa se bo le tako začel zmanjševati. Trenutno namreč še ni upanja, da bi Kitajska popustila in dovolila apreciacijo svoje valute.

Dolgoročno gledano je seveda razumljivo, da strategji v Washingtonu delajo načrte, kako vzpostaviti vojaško premoč in predvsem nadzor nad ključnimi strateškimi energetske vire, preden to stori t. i. Eurasia. Težave dolarskega sistema in njegova ranljivost sta namreč že stalna tema v svetovnih gospodarskih in političnih krogih.

Literatura

1. Adlešič Barba, Nataša: Primerjalna analiza evra in dolarja kot mednarodnih valut. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 96 str.
2. Aristovnik, Aleksander, Kešeljević, Aleksandar: Evro proti 1,40 dolarja. Finance, Ljubljana. 22. marec 2006, str. 16.
3. Bergsten C. Fred: The dilemmas of the dollar: The Economics and politics of United states international monetary policy. Second edition. Armork, New York : A council on foreign relations book, M.E. Sharpe, 1996.
4. Blanchard Olivier, Francesco Giavazzi, Sa Filipa: The U.S. Current account and the dollar. NBER Working paper No. 11137. NBER, 2005. 42 str.
5. Cauchon Dennis: Rules 'hiding' trillions in debt. [URL: <http://www.usatoday.com/educate/college/polisci/articles/20070603.htm>]. 29. maj, 2007.
6. Chin Menzie, Frankel Jeffrey: Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency? NBER Working paper No. 11510. NBER, 2005. 41 str.
7. Clark Peter B., Jacques J. Polak: International Liquidity and the Role of the SDR in the International System. IMF Staff Papers, Washington. Vol. 51, (2004). 35 str.
8. Corsetti Giancarlo, and Paolo Pesenti: International dimensions of optimal monetary policy. Journal of Monetary Economics 52, (2005). 43 str.
9. Devereux Michael, Charles Engel: Monetary policy in the open economy revisited: Exchange rate flexibility and price setting behavior. Review of Economic Studies, London, 70, (2003), str. 765–783.
10. Goodhart Charles: The future of central banking. Cambridge : Cambridge University Press, 1994, str. 262–308.
11. Gandolfo Giancarlo: International Economics II. Berlin : Springer-Verlag, 1995. 560 str.
12. Giannini Curzio: The IMF and the lender-of-last-resort function: an external view. Finance & Development, Washington, 36 (1999), 3, str. 24–27.
13. Goldberg Linda, Tille C.: Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar. Washington, DC : International Monetary Fund, November 15–16, 2007. Working paper. 40 str
14. Gorenčič Alenka: Proces vključevanja srednjeevropskih držav v EMU. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 43 str.
15. Hale David D.: The IMF, now more than ever: the case for financial peacekeeping. New York : Foreign Affairs, 77 (1998), 6, str. 7–13.
16. Helleiner Eric: Reinterpreting Bretton Woods: International Development and the Neglected Origins of Embedded Liberalism. Revija. Development and Change 37 (5), Volume 37 Issue 5. September 2006, str. 943–967.
17. Ingram C. James, Dunn Robert M., Jr.: International Economics. Third Edition. New York : John Wiley & Sons, 1993. 551 str.

18. Kovač Boštjan: Tečajna tveganja in vstop Slovenije v EMU. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2006. 42 str.
19. Kreinin Mordechai E.: International Economics – a Policy approach. Sixth edition. San Diego : Harcourt Brace Jovanovich, 1991. 504 str.
20. Krugman Paul: The indispensable IMF. New York : New York Times, 15. 05. 1998 (late edition), str. 25.
21. Kumar Andrej: Mednarodna ekonomika. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 258 str.
22. Kunovar Bojan: Mednarodni posojilodajalec v skrajni sili. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 44 str.
23. Lane Timothy, Phillips Steven : Does IMF Financing Result in Moral Hazard?. IMF Working Paper 00/168. Washington : International Monetary Fund, 2000.
24. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana : GV založba, 2002. 682 str.
25. Niskanen William A.: Reshaping the global financial architecture: is there a role for the IMF? Cato Journal : Washington , 18 (1999), 3, str. 331–334.
26. Obstfeld Maurice, Kenneth Rogoff: Global implications of self-oriented national monetary rules, Quarterly Journal of Economics, 117 (2002), str. 503–356.
27. Pugel Thomas in Lindert Peter: International Economics. 11. izdaja. Boston : Irwin/McGraw-Hill, 2000. 709 str.
28. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Denar, finančne inštitucije in denarna politika. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
29. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija II. Mednarodni denarni sistem. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 169 str.
30. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija. 3. del: Mednarodni denarni sistem. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1991. 127 str.
31. Samuelson Paul A., Nordhaus William D.: Economics. 17. izdaja. Boston : Irwin/McGraw-Hill, 2001. 792 str.
32. Truman M. Edwin: The Role of US and EU Financial Markets in the Global Economy. New York : Federal Reserve Bank of New York. April 17, 2007. 33 str.
33. Veselinovič Draško: Mednarodne (poslovne) finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 546 str.
34. Zoran Saša: Gibanje deviznega tečaja evra glede na dolar. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 35 str.
35. Žnidar Monika: Vpliv šibkega dolarja na gospodarstvo Euro območja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 53 str.

Viri

1. Bureau of Economic Analysis.
[URL: <http://www.bea.gov/bea/newsrel/transnewrelease.htm>], december 2007.
2. Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks.
[URL: <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/1204.htm#table>], december 2007.
3. Engdahl, F. William: Crisis of the U.S. Dollar System. Global research, 2006. URL:
[<http://www.globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=3482>], 2006.
4. FX History: Historical Currency Exchange Rates.
[URL: <http://www.oanda.com/convert/fxhistory>], 10. 1. 2008.
5. Gaulle Charles de: De Gaulle v. the Dollar.
[URL: <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,840572,00.html>], 12. 2. 1965.
6. Goldberg Linda, Cedric Tille: Vehicle currency use in international trade, Federal Reserve Bank of New York Staff Report 200, 2005,
7. Great Society Program; [URL: wikipedia.org/wiki/Great_Society]. 10. 1. 2008.
8. Gibanje višine kvot IMF.
[URL: <http://www.internationalmonetaryfund.org/external/np/exr/facts/quotas.htm>].
10. 1. 2008.
9. Keleher Robert: An international lender of last resort, the IMF, and the Federal Reserve. United States Congress. [URL: <http://www.house.gov/jec/imf/loir.htm>], februar 1999.
10. Keynes John Maynard: Proposals for an International Currency Union.
[URL: <http://www.eco.utexas.edu/facstaff/Cleaver/368keynesoncu.html>], november, 1941.
11. Kumar Andrej: Ekonomika Evrope in Poslovanje z Evropsko unijo. Delovno gradivo za študij predmetov. Ljubljana, 2004. 194 str.
12. Lessons from the London gold pool.
[URL: http://www.gold-eagle.com/editorials_01/judge052101.html], december 2007.
13. Meltzer Allan H.: Asian problems and the IMF. United States Congress. [URL: <http://www.house.gov/jec/hearings/imf/meltzer.htm>], 24. 2. 1998.
14. Paul Ron: The End of Dollar Hegemony.
[URL: <http://www.house.gov/paul/congrec/congrec2006/cr021506.htm>], 15. februar, 2006.
15. Savin Davor: Dolar in gospodarsko okrevanje. [URL: <http://www.finance-on.net/show?id=42277&pool=gv>], 12. 1. 2004.
16. Schwartz Anna J.: Time to terminate the ESF and the IMF. Cato Institute.
[URL: <http://www.cato.org/pubs/fpbriefs/fpb-048.pdf>], 26. 8. 1998.
17. Spletne strani IMF. [URL: <http://www.imf.org>], januar 2008.
18. STA: IMF namerava hitro rastočim gospodarstvom dati več besede. Finance.

- [URL:
http://www.finance.si/163103/IMF_namerava_hitro_rasto%28im_gospodarstvom_dati_ve%28_besede], 17. 9. 2006.
19. Swan Christopher: Dollar's shares of currency reserves falls to record low.
[URL:
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aa0w9V8GRIBU&refer=h...>]. 28. december 2007.
20. IMF : World Economic Outlook report. April 2007.
21. Smithsonian Agreement
[URL: <http://www.econ.iastate.edu/classes/econ355/choi/1971dec.html>], december 1971.
22. Urbanija Anamarija: Da se evro ne bi mahnil po lastnem nosu.
23. [URL: <http://www.finance-on.net/show?id=38140&pool=gv>], 1. 7. 2002.
24. U.S. International Transactions. [URL: [www.http://economics.about.com](http://www.economics.about.com)], januar 2008.
25. Wikipedia: Zlati standard. [URL: http://en.wikipedia.org/wiki/Gold_standard], januar 2008.
26. Gibanje svetovnih tečajev valut skozi zgodovino. [URL: <http://www.history.com>], januar 2008.
27. Zgodovina denarja. [URL: <http://www.worldpapermoney.org/france.htm>], januar 2008.

PRILOGA

Tabela 1: Letne spremembe v trgovanju ZDA – izvoz, uvoz in bilanca v letih od 1948 do 2006 (baza in vrednosti v februarju 2007).

Year	U.S. Merch. Exports FAS Value	Change From Previous Year	% Change From Previous Year	U.S. Merch. Imports Customs Value	Change From Previous Year	% Change From Previous Year	U.S. Merch. Trade Balance	Change From Previous Year
1948	12,653.1	—	—	7,123.9	—	—	5,529.2	—
1949	12,051.1	-602.0	-4.8%	6,622.3	-501.6	-7.0	5,428.8	-100.4
1950	9,992.9	-2,058.2	-17.1	8,852.2	2,229.9	33.7	1,140.7	-4,288.1
1951	13,967.4	3,974.5	39.8	10,967.3	2,115.1	23.9	3,000.1	1,859.4
1952	13,203.0	-764.4	-5.5	10,717.5	-249.8	-2.3	2,485.5	-514.6
1953	12,262.4	-940.6	-7.1	10,873.3	155.8	1.5	1,389.1	-1,096.4
1954	12,854.3	591.9	4.8	10,215.4	-657.9	-6.1	2,638.9	1,249.8
1955	14,290.9	1,436.6	11.2	11,384.4	1,169.0	11.4	2,906.5	267.6
1956	17,333.0	3,042.1	21.3	12,614.9	1,230.5	10.8	4,718.1	1,811.6
1957	19,494.9	2,161.9	12.5	12,982.3	367.4	2.9	6,512.6	1,794.5
1958	16,367.0	-3,127.9	-16.0	12,834.5	-147.8	-1.1	3,532.5	-2,980.1
1959	16,406.9	39.9	0.2	15,207.2	2,372.7	18.5	1,199.7	-2,332.8
1960	19,626.3	3,219.4	19.6	15,017.5	-189.7	-1.2	4,608.8	3,409.1
1961	20,189.5	7,335.2	57.1	14,713.9	4,498.5	44.0	5,475.6	2,836.7
1962	20,972.6	783.1	3.9	16,389.5	1,675.6	11.4	4,583.1	-892.5
1963	22,427.3	1,454.7	6.9	17,138.0	748.5	4.6	5,289.3	706.2
1964	25,690.1	3,262.8	14.5	18,684.4	1,546.4	9.0	7,005.7	1,716.4
1965	26,699.4	1,009.3	3.9	21,365.6	2,681.2	14.3	5,333.8	-1,671.9
1966	29,379.2	2,679.8	10.0	25,542.2	4,176.6	19.5	3,837.0	-1,496.8
1967	30,934.4	1,555.2	5.3	26,812.3	1,270.1	5.0	4,122.1	285.1
1968	34,062.8	3,128.4	10.1	33,226.3	6,414.0	23.9	836.5	-3,285.6
1969	37,331.7	3,268.9	9.6	36,042.8	2,816.5	8.5	1,288.9	452.4
1970	43,176.3	5,844.6	15.7	39,951.6	3,908.8	10.8	3,224.7	1,935.8
1971	44,086.6	910.3	2.1	45,562.7	5,611.1	14.0	-1,476.1	-4,700.8
1972	49,854.0	5,767.4	13.1	55,582.8	10,020.1	22.0	-5,728.8	-4,252.7
1973	71,865.2	22,011.2	44.2	69,475.7	13,892.9	25.0	2,389.5	8,118.3
1974	99,436.9	27,571.7	38.4	103,320.8	33,845.1	48.7	-3,883.9	-6,273.4
1975	108,855.6	9,418.7	9.5	99,304.7	-4,016.1	-3.9	9,550.9	13,434.8
1976	116,794.1	7,938.5	7.3	124,613.9	25,309.2	25.5	-7,819.8	-17,370.7
1977	123,181.5	6,387.4	5.5	151,534.3	26,920.4	21.6	-28,352.8	-20,533.0
1978	145,846.9	22,665.4	18.4	176,052.0	24,517.7	16.2	-30,205.1	-1,852.3
1979	186,362.7	40,515.8	27.8	210,285.1	34,233.1	19.4	-23,922.4	6,282.7
1980	225,566.1	39,203.4	21.0	245,261.9	34,976.8	16.6	-19,695.8	4,226.6
1981	238,715.0	13,148.9	5.8	260,981.9	15,720.0	6.4	-22,266.9	-2,571.1
1982	216,441.6	-22,273.4	-9.3	243,951.9	-17,030.0	-6.5	-27,510.3	-5,243.4
1983	205,638.6	-10,803.0	-5.0	258,047.8	14,095.9	5.8	-52,409.2	-24,898.9
1984	223,975.8	18,337.2	8.9	330,678.4	72,630.6	28.1	-106,702.6	-54,293.4
1985	218,814.9	-5,160.9	-2.3	336,526.4	5,848.0	1.8	-117,711.5	-11,008.9

Year	U.S. Merch. Exports FAS Value	Change From Previous Year	% Change From Previous Year	U.S. Merch. Imports Customs Value	Change From Previous Year	% Change From Previous Year	U.S. Merch. Trade Balance	Change From Previous Year
1986	227,158.5	8,343.6	3.8	365,437.7	28,911.3	8.6	-138,279.2	-20,567.7
1987	254,121.9	26,963.4	11.9	406,241.0	40,803.3	11.2	-152,119.1	-13,839.9
1988	322,426.4	68,304.5	26.9	440,952.3	34,711.3	8.5	-118,525.9	33,593.2
1989	363,811.5	41,385.1	12.8	473,210.8	32,258.5	7.3	-109,399.3	9,126.6
1990	393,592.3	29,780.8	8.2	495,310.5	22,099.7	4.7	-101,718.2	7,681.1
1991	421,730.0	28,137.7	7.1	488,453.0	-6,857.5	-1.4	-66,723.0	34,995.2
1992	448,163.6	26,433.6	6.3	532,664.8	44,211.8	9.1	-84,501.2	-17,778.2
1993	465,091.0	16,927.4	3.8	580,659.0	47,994.2	9.0	-115,568.0	-31,066.8
1994	512,626.0	47,535.0	10.2	663,255.7	82,596.7	14.2	-150,629.7	-35,061.7
1995	584,742.0	72,116.0	14.1	743,542.7	80,287.0	12.1	-158,800.7	-8,171.0
1996	625,074.9	40,332.9	6.9	795,289.2	51,746.5	7.0	-170,214.3	-11,413.6
1997	689,182.4	64,107.5	10.3	869,703.9	74,414.7	9.4	-180,521.5	-10,307.2
1998	682,137.7	-7,044.7	-1.0	911,896.1	42,192.2	4.9	-229,758.4	-49,236.9
1999	695,797.2	13,695.5	2.0	1,024,618.2	112,722.1	12.4	-328,821.0	-99,062.6
2000	781,917.7	86,120.5	12.4	1,218,022.0	193,403.8	18.9	-436,104.3	-107,283.3
2001	729,100.3	-52,817.4	-6.8	1,140,999.4	-77,022.6	-6.3	-411,899.1	24,205.2
2002	693,103.2	-35,997.1	-4.9	1,161,366.0	20,366.6	1.8	-468,262.8	-56,363.7
2003	724,771.0	31,667.8	4.6	1,257,121.3	95,755.3	8.2	-532,350.3	-64,087.5
2004	818,774.9	94,003.9	13.0	1,469,704.4	212,583.1	16.9	-650,929.5	-118,579.2
2005	905,977.6	87,202.7	10.7	1,673,454.5	203,750.1	13.9	-767,476.9	-116,547.4
2006	1,037,319.9	131,342.3	14.5	1,855,423.4	181,968.9	10.9	-818,103.6	-50,626.7

Vir: Poročilo ameriškega urada za ekonomske analize, 2007.