

Бојан С. Димитријевић¹
Београдска академија пословних и
уметничких струковних студија (БАПУСС)
Београд (Србија)

Миленко У. Џелетовић²
Универзитет у Београду, Факултет безбедности
Београд (Србија)

339.13(100)"2022"

327(477)"2022"

Оригинални научни рад

Примљен 11/09/2022

Прихваћен 29/09/2022

doi: [10.5937/socpreg56-40104](https://doi.org/10.5937/socpreg56-40104)

РАТ У УКРАЈИНИ И ПРОМЕНЕ ГЛОБАЛНОГ ЕКОНОМСКОГ СИСТЕМА

Апстракт: Дуогодишња неодговорна политика САД с прекомерним штампањем долара, појачана кризом COVID-19 и ратом у Украјини, довела је до великог јавног дуга и раста инфлације у САД, што у значајној мери угрожава позицију долара као светске резервне валуте. Најновији изазов долару упутили су Русија, Кина и земље БРИКС-а. Рад управо анализира последице рата у Украјини, рат санкцијама између Русије и Запада, позицију долара као светске резервне валуте и слабости међународног финансијско-монетарног система које рађају финансијску нестабилност, честе кризе и растућу неједнакост. Посебан нагласак стављен је на могуће реформе међународних финансија и алтернативне предлоге за нову резервну валуту и ефикаснији рад глобалних економских институција (ММФ) у циљу веће једнакости и бржег привредног раста.

Кључне речи: глобални економски систем, реформа, Украјина, рат, долар

УВОД

После неуспелих покушаја да направи договор о стратешким мировним гаранцијама са САД и НАТО, Русија је 24. фебруара 2022. године започела специјалну војну операцију у Украјини, чији су основни циљеви: заштита проруског становништва у Донбасу, демилитаризација и денацификација Украјине и гаранције да ће земља бити изван чланства у НАТО. Непосредно после тога, САД, Европска унија и земље колективног Запада увеле су низ санкција Руској федерацији, а у августу 2022. године ЕУ управо уводи седми пакет економских санкција. Санкције се односе на сферу економије, финансија, међународног платног промета, кретања робе, капитала, услуга, енергетике, саобраћаја. То су најобухватније санкције у економској историји света. Русија је одговорила реципрочним мерама, асиметрично, и за сада успела да избегне колапс економског и финансијског система. Штавише, може се рећи да су санкције

¹ bojan.dimitrijevic@bpa.edu.rs

² milenko.dzeletovic@gmail.com

у већој мери погодиле Европску унију којој нарочито прети тешка зима, тешкоће с грејањем становништва и пад привредне активности услед зависности од руског гаса. Нарочито је погођена привреда Немачке, мада се последице осећају у земљама Источне Европе, Италији, Француској, Великој Британији.

Паралелно с енергетском кризом и привредним проблемима који су последица рата санкцијама између Русије и Запада, свет се суочава с проблемима изласка из кризе COVID-19 (2020–2022), енергетском транзицијом ка Зеленој ајенди (која је независно од рата у Украјини довела до скока цена гаса, нафте, угља, струје), проблемима инфлације (услед прекомерног штампања новца у пандемији како у САД, тако и унутар ЕУ), па чак и наговештајима стагфлације која се није јављала још од 70-их година прошлог века, јер раст инфлације прати успоравање привредне активности, ревизија очекиваног раста БДП надолe³ и могућност истовременог пада производње и рекордно високе инфлације од 10 и више процената како у земљама ЕУ, тако и у САД.⁴ Федералне резерве САД (ФЕД), Енглеска банка и Европска централна банка (ЕЦБ) већ су подигле референтне каматне стопе у борби против инфлације,⁵ што је довело до пада цена хартија од вредности и постепеног раста терета дугова за неке од земаља изван Запада (Аргентина, Нигерија, Сомалија, Пакистан), а додатно ће допринети успоравању привредне активности. Овог пута националним економијама није допуштено штампање новца и експанзивна монетарно-фискална политика за подстицај привредном расту, што ће продубити проблеме с којима се сусреће светска привреда у целини.

Први наговештаји економских трошкова мере се хиљадама милијарди евра, или долара:

- Прелиминарне процене говоре да су трошкови урушене инфраструктуре у Украјини нарасли на више од 600 милијарди долара, с тенденцијом да достигну и 1000 милијарди током трајања рата;
- ММФ је наговестио пад БДП Украјине за 40% и пад БДП Русије за 20% (око 400 милијарди \$), уз значајне непознате војне трошкове Русије и Украјине; Украјина је већ добила међународну помоћ већу од 60 милијарди \$, а месечно јој треба додатних 5 милијарди \$ за покриће војних трошкова и мањка у буџету;
- Русији је услед санкција замрзнут ниво девизних резерви од 600 милијарди \$ и бројна имовина у иностранству;

³ ММФ је током 2022. године два пута ревидирао очекивања о расту *бруто домаће производње* (БДП) у ЕУ и најновија процена у априлу је да ће годишњи раст бити 2,6% уместо 2,8%. За 2023. процена је 1,2%, што је ревизија надолe за 1,4%. Када је реч о САД, ревизија надолe је за 1,4%, с 3,7% на 2,3%. И светски БДП је ревидиран надолe за 0,4%.

⁴ Инфлација у ЕУ и САД већ сада прелази 10% и улази у двоцифрену зону, што је највиши ниво од краја 70-их година. Тачније, у јулу је била у САД 9,1%, (највиши ниво од 1981. године), а у ЕУ 12,8%. У ЕУ је храна поскупела 20%, а гориво 28%. Уз успоравање привредног раста могуће је очекивати и стагфлацију, као што је већ раније најавио Рубини, један од ретких економиста који је предвидео *Велику рецесију* из 2008. године (Roubini, 2021).

⁵ ФЕД је два пута подизао каматне стопе и сада су оне на нивоу од око 2,25% до 2,5%. Претходно су подигнуте с 1% на 1,75% у циљу смањења инфлације. Европска централна банка је подигла каматне стопе на ниво од 0,5%, што је први раст каматних стопа после 11 година, чиме је изашла из зоне негативних каматних стопа, иначе појаве незабележене у економској историји света. Сличне је учинила *Bank of England*, као и наша Народна банка Србије (НБС).

- Успорени раст европских земаља и Јапана тренутно значи пад 1%-1,5% БДП, што је више од 300 милијарди \$, с тенденцијом даљег успоравања привредне активности;
- Пад на берзама у САД је премашео износ од 2000 милијарди \$, а даљи извештај раст каматних стопа само ће повећавати ове губитке;
- Ниво светских дугова је фантастичних 300 хиљада милијарди \$, па раст каматних стопа за само један проценат повећава терет светских дугова за 3000 милијарди;
- Губитке услед смањених испорука руског гаса у ЕУ тешко је израчунати тренутно, али ће се на годишњем нивоу мерити с више од 100 милијарди \$, уз неизвесно трајање и интензитет;
- Привреда Кине (која је била локомотива светског развоја) значајно је успорила, с ранијих високих стопа од преко 8% на 5,5% с тенденцијом даљег успоравања на 4,5% услед затварања великих градова због пандемије COVID-19 (Шангај); то је неостварени раст који премашује 800 милијарди \$.

Једна од најзначајнијих мера коју је увела Русија као контрасанкцију био је захтев за плаћањем руског гаса у рубљама за земље које су проглашене непријатељима Русије. Поред низа других мера у финансијском систему, које су допринеле стабилизацији руске привреде и спречавању економског блицкрига⁶, ова мера отворила је питање које се већ дуго намеће о позицији долара као светске резервне валуте и потреби радикалне реформе међународног финансијског система која би довела до нестанка доминације САД и до веће стабилности међународних финансија. Зато ћемо у наставку рада анализирати функционисање бретонвудског система међународних финансија и његово напуштање, раст долара као светске резервне валуте, проблеме са злоупотребом долара и тешкоће с којима се суочава међународни финансијско-монетарни систем, трошкове и користи од напуштања владајуће позиције долара и предлоге за реформу међународног финансијског система.

БРЕТОНВУДСКИ ФИНАНСИЈСКО-МОНЕТАРНИ СИСТЕМ

Током 1944. године (при крају Другог светског рата), земље победнице састале су се у Бретон Вудсу (САД) и договориле темеље међународног финансијско-монетарног система. У креирању тог система одлучујућу превагу однео је амерички предлог министра финансија Харија Декстера Вајта и као резултат договора створени су Међународни монетарни фонд и Светска банка (*бретонвудски близанци*). ММФ је имао задатак да надзире систем фиксних девизних курсева и да краткорочним средствима и зајмовима, по потреби, помаже земљама које уђу у платнобилансне неравнотеже у финансирању и поновном успостављању равнотеже. Светска банка требало је да

⁶ Циљ је био да се уруши рубља, што би затим довело до раста инфлације, колапса берзи и распада читавог финансијског система, који би брзо паралисао и ратне операције Русије. Рубља је заиста и пала на курс од 140 рубљи за долар, али је временом курс стабилизован на 70 рубаља за долар. У овом тренутку финансијски систем Русије је врло стабилан, а буџет је у суфициту.

финансира пројекте капиталног и инфраструктурног значаја, који битно доприносе привредном расту земаља у развоју. Долар је и формално постао светска резервна валута (што је позиција коју је већ стекао током 30-их година)⁷ захваљујући чињеници да су САД постале прва економска сила света и најјача светска привреда, да је долар био општеприхваћено средство плаћања у међународним економским односима и да су САД поседовале 60% светских резерви злата (Stakić, 2012). Долар је био везан за злато по фиксном курсу од 35 долара за једну фину унцу злата⁸, уз могућност његове конверзије у злато, а све друге светске валуте биле су фиксним девизним курсевима везане за долар. Обавезу конверзије долара у злато ФЕД је имао само према централним банкама других земаља, али не и према учесницима на приватним тржиштима капитала. Земље су имале обавезу да одржавају конвертибилност својих валута према долару у текућим трансакцијама. Ово је била модификована верзија златног стандарда који је напуштен после *Велике економске кризе 1929–1933.* године.

Истовремено, постојао је алтернативни предлог за формирање међународног економског система, који је изнео чувени британски економиста Кејнс и који није био прихваћен. Кејнсов предлог састојао се у следећем (Stakić, 2012):

- формирати светску централну банку и светску резервну валуту *банкор*, коју би емитовала та централна банка;
- курсеви националних валута формирали би се према банкору, а емисија банкора вршила би се на основу потреба међународних финансија и земаља учесница у трансакцијама;
- требало је основати и међународну клириншку унију којом би се стварала међународна ликвидност;
- циљеви светске централне банке требало је да буду платнобилансна равнотежа, пуна запосленост, финансијска стабилност и стабилност цена;
- централна банка би располагала знатно већим средствима него ММФ, с могућношћу интервенције и успостављања платнобилансне равнотеже; Кејнс је предлагао да такав фонд има на располагању средства у нивоу половине светског увоза, што би дало огромну моћ интервенције тако формираној светској централној банци;
- земље које би имале висок спољнотрговински суфицит (Кина, Немачка), који делује дефлаторно, биле би кажњавање каматним стопама које би плаћале на вишак средстава и стимулисане да га елиминишу, а тако прикупљена средства могла би се развојно усмерити; реч је о каматној стопи од 1% месечно која би спречавала пад агрегатне тражње и раст незапослености.

ММФ, какав је формиран, располагао је малим средствима за успостављање платнобилансне равнотеже, а потребе развоја земаља Трећег света (ЗуР – земаља у развоју и касније нарастајућих економија) доводиле су до великих неравнотежа у извозу и увозу које ММФ није могао да покрије. Знатно већим средствима је, примера

⁷ Већ почетком 30-их година учешће долара и фунте у светској размени било је 50% : 50%, али је после *Велике дејресције* и завршетка Другог светског рата, паралелно с распадом Британске империје, долар постао једина права светска резервна валута.

⁸ Једна фина унца злата износи око 35 грама, што значи да је грам злата био нешто вреднији од једног долара.

ради, располагао Маршалов план у Европи и Немачкој. Средином педесетих година, ММФ је ипак релативно успешно испуњавао своју мисију, а систем позајмица на основу квота био је основа програмских аранжмана. Ипак, временом је ММФ постајао све строжи, његове мисије су финансијску помоћ условљавале *програмама структурној прилагођавања* и често економски, социјално и политички болним реформама за земље Трећег света. Увођење специјалних права вучења (*SDR – Special Drawing Rights*) није значајније побољшало међународну ликвидност, нити је довело до превазилажења проблема с доларом као резервном валутом, пре свега зато што су САД биле против растуће улоге СДР.

Систем у коме је долар био светска резервна валута доносио је низ користи за привреду САД, земљу која га емитује. То су тзв. *позитивне екстерналије* од поседовања резервне валуте (Соопер, 2009). Оне се састоје од неколико предности:

- *сењорица* – емисиони приход за земљу емитента као разлика вредности долара и трошкова његовог емитовања; САД може практично да бесплатно емитује долар и њиме купује реална добра и услуге других земаља; тиме присваја реалну вредност без икакве противвредности, чиме извози инфлацију у остатку света; тако ФЕД постаје „машина за производњу светске инфлације”;
- лако покриће буџетског дефицита емисијом хартија од вредности (Хов) које откупљују друге земље у форми девизних резерви (ДР);
- разлике у каматној стопи по којој САД позајмљује капитал земљама у развоју (виша) и каматној стопи по којој она плаћа своје дугове (нижа), што представља својеврсно субвенционисање привреде САД;
- прираст запослености и профита у финансијски сектор САД;
- монетарна и каматна политика ФЕД подешава се према потребама привреде САД, независно од курса долара према осталим валутама и потреба других земаља учесница у међународним финансијама, што доводи до криза и међународне економске и финансијске нестабилности.

Систем фиксних девизних курсева и модификованог златног стандарда отворио је низ других проблема везаних за недостатак долара као трансакционог средства у међународним плаћањима, проблеме ликвидности, недовољну количину злата, дефлаторно дејство златне конвертибилности, нефлексибилност монетарне и спољнотрговинске политике, отежана прилагођавања у режиму фиксних девизних курсева и за либерализацију међународног кретања капитала и тржишта капитала. Консеквенца бретонвудског система и долара као резервне валуте била је да привреда САД стално има дефицит биланса текућих трансакција који покрива приливом јевтиног капитала из света, док друге земље имају суфиците и нагомилавају девизне резерве у доларима. Вишак америчке потрошње покривао је остатак света, па је привреда САД била мотор динамике светске потрошње и преливања инфлације (Ковачевић, 2018; Meltzer, 1991).

Стога је, почетком 60-их година, амерички економиста Роберт Трифин написао неколико радова у којима је анализирао растуће проблеме с доларом, који су названи *Трифиново парадокс*.⁹ Наиме, због потребе за доларима и светском ликвидношћу,

⁹ *Трифинова дилема* или *Трифиново парадокс* изнет је у раду: Triffin, R. (1960) *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven: Yale University Press. У најкраћем, да би долар могао да обавља улогу резервне валуте и снабдева свет довољном ликвидношћу, биланс текућих трансакција САД стално

као и растом обима међународне трговине и размене, јављају се два проблема: 1) с долара и дефлација, јер нема довољно злата да покрије растућу потребу за доларима; 2) растући дефицит спољнотрговинског рачуна САД због фиксног девизног курса (Ковачевић, 2018). Висок трговински дефицит САД и раст емисије долара без покрића у злату подривали су поверење у долар као резервну валуту и повећавали користи за привреду САД. Такође, пораст буџетског дефицита и јавног дуга САД доводи до прилива капитала у САД по врло ниским каматним стопама и значајних користи за америчку привреду, али додатно урушава позицију долара. Попут Кејнса, и Трифин се залагао за међународну централну банку и другачију емисију светске резервне валуте, уз напуштање фиксних курсева и златне конвертибилности (Tobin, 1978). Тако је почело напуштање бретонвудског система и увођење флексибилних девизних курсева.

НАПУШТАЊЕ БРЕТОНВУДСКОГ СИСТЕМА ФИКСНИХ ДЕВИЗНИХ КУРСЕВА И ЗЛАТНЕ КОНВЕРТИБИЛНОСТИ

Бретонвудски међународни финансијски систем доспео је у кризу током и крајем 60-их година зато што је било знатно више долара од количине злата која га је покривала, а буџетски дефицит САД због финансирања рата у Вијетнаму и просечна инфлација од око 6% годишње додатно су отворили питање поверења у долар и вршили притисак да се фиксни девизни курс долара за злато и других валута за долар промени и напусти. Услед низа притисака, САД су 15. 8. 1971. године укинуле конвертибилност долара за злато и то је био почетак краја споразума из Бретон Вудса. Уследиле су две девалвације долара (за 8% 1971. и за 10% фебруара 1973. године) и коначно су 19. 3. 1973. године валуте већине европских земаља и Јапана напустиле фиксни и прешле на пливајући девизни курс. САД су наставиле да господаре политиком ММФ, а свет је, после инфлације, стагфлације и два нафтна шока, током 70-их година ушао у повећану нестабилност међународних финансијских односа.¹⁰

Познати амерички економиста Џејмс Тобин, нобеловац и кејнзијанац, истицао је да међународни финансијски систем има два кључна проблема (Tobin, 1978). То су: 1) питање ликвидности резервне валуте и 2) механизам платнобилансног прилагођавања. Тобин је сматрао да није решење ни флексибилни девизни курс, јер се кључни проблем односи на мобилност капитала и либерализацију тржишта капитала. Развој тржишта капитала одвија се знатно већом брзином од либерализације тржишта рада, роба и услуга. С међународном мобилношћу капитала и флексибилним девизним курсом, *Мандел-Флемингов модел* је показао да монетарна политика није

мора бити у дефициту. У литератури наводимо још неколико радова који се баве Трифиновом дилемом, као на пример Campanella, E. 2010.

¹⁰ После високе инфлације, ФЕД је у ери Пола Вокера значајно и у кратком року вишеструко подигао каматне стопе, а следиле су га друге централне банке земаља Запада. Резултат тих мера је драматичан раст дугова земаља Трећег света, који је успорио њихов развој, довео их у дужничко ропство и натерао да испуњавају строге програме ММФ праћене реформама које су одговарале интересима САД и неолибералне економске идеологије.

аутономна, већ се претвара у политику управљања девизним курсом, па то тражи интензивну координацију међународних политика, на шта САД, по правилу, нису спремне.¹¹ Тобин је имао неколико предлога за реформу финансијског система у циљу његове веће стабилности (Tobin, 1978): 1) створити централну банку с једном валутом и јединственом монетарно-фискалном политиком (Кејнс, Трифин), 2) ако то није могуће, ићи на финансијску сегментацију, децентрализацију и већу аутономију централних банака света и њихових влада; 3) јединствени порез на финансијске трансакције, пропорционалан обиму тих трансакција, који би био знатно мањи на уобичајене трансакције и дугорочне хартије од вредности (ХоВ).

Анализирајући проблеме с доларом као резервном валутом у периоду после распада Бретон Вудса, Шарур и Валчев наводе да је у периоду 1973–2010. године дефицит биланса текућих трансакција САД (СА - current account USA) био око 8000 милијарди долара, а у истом периоду САД су створиле 4200 милијарди \$ девизних резерви за остатак света (Chahrour, Valchev, 2017). Тако се формирала веза потрошња САД → раст ДР (девизне резерве) у свету, а биланс текућих трансакција (СА) се финансирао стварањем доларске ликвидности. Земља власница резервне валуте има могућност да бесконачно буде у дефициту трговинског биланса и да остварује добит на каматној арбитражи. Та каматна разлика, по којој САД нуди долар остатку света и по којој плаћа своје обавезе на инострану имовину номиновану у доларима, износи повремено 3 и више процената и мери се стотинама милијарди долара (Gourinchas et al., 2010). Принос на дуг, ХоВ и стране директне инвестиције порастао је с 1,3% годишње 1973. године на око 3,5% у периоду до 2009. године (Chahrour & Valchev, 2017).

Штиглиц је у својим радовима истицао неколико крупних проблема које има међународни финансијски систем (Stiglitz, 2010; Stiglitz & Greenwald, 2010): 1) висок ниво глобалне нестабилности услед волатилности девизних курсева и нестабилних токова капитала, 2) нестабилност цена енергетских ресурса (нафте, пре свега) и 3) због избора модела раста претежно заснованог на извозу. То је узроковало више од 120 финансијских криза после 1973. године, од којих је највећа Велика рецесија из 2008. године. Д. Родрик подсећа на серију великих валутно-финансијских криза, које су погодиле свет почев од 90-их година, у бројним земљама с нарастајућим тржиштима (Rodrik, 2006):

- *Њекила криза* у Мексику 1994–1995;
- Турска 1994;
- Криза 1997. у земљама Далеког истока (Јужна Кореја, Сингапур, Тајланд, Филипини, Малезија, Индонезија, Јапан) која је нанела огромну штету њиховим привредама, с изузетком Кине и Вијетнама;¹²

¹¹ *Мандел-Флемингов модел* је назив добио по својим ауторима, двојици економиста (Fleming, 1962, и Mundell, 1963. године, модел су формулисали независно један од другог) који су проширили познати *ИС-ЛМ модел* укључивањем иностране каматне стопе и девизног курса, чиме се прати макроекономска равнотежа отворене привреде (мале и велике), уз фиксни и пливајући девизни курс са и без контроле капитала. Модел анализира какав то утицај има на монетарну и фискалну политику, као и на укупну макроекономску равнотежу.

¹² Кина и Вијетнам спроводили су политику контроле капитала, што им је омогућило да предупреду валутне ударе и избегну финансијску кризу која је погодила друге економије с

- Русија 1998. (после чега је на власт дошао Путин);
- Бразил 1999;
- Аргентина 2002. године.

Криза је, по правилу, настала код земаља с флексибилним девизним курсом и либерализованом спољном трговином и тржиштем капитала, и такве земље искусиле су нагло бекство капитала, спекулативне атакe *хеџ фондова*¹³ на домаће валуте, серију девалвација и урушавање домаћег финансијског тржишта и читавог система. Додатни подстицај погоршању економских криза дао је ММФ, пратећи политику Вашингтонског консензуса (ММФ – Светска банка – Министарство финансија САД – Трезор) који је инсистирао на структурним прилагођавањима по моделу стабилизација-приватизација-либерализација, што је у многим случајевима само продубљивало кризу уз огромне социјалне, економске и политичке трошкове за земље које су спроводиле такву стабилизациону политику ММФ. О томе је детаљно писао Штиглиц у својим критикама на рачун ММФ (Stiglitz, 2011; 2013; 2015)¹⁴

Ова институција потпала је под потпуну контролу САД, кажњавајући земље с дефицитом платног биланса, а практично награђујући земље које су имале суфицит и подједнако доприносиле светској нестабилности. ММФ се претворио у „цивилизованог утеривача дугова“, а у случају да су земље с проблемима одбиле препоруке ММФ, у следећој фази уследиле би „обојене револуције“ или отворене војне интервенције САД и НАТО против земаља које не прихватају стандарде неолибералне економије. Директна последица честих криза и међународне финансијске нестабилности јесте пораст девизних резерви новонарастајућих тржишних економија и земаља Трећег света, које су опет номиноване у доларима (Bordo & McCauley, 2017a; Bordo & McCauley, 2019). Тако се јавља додатни парадокс: позиција долара као резервне валуте повећава финансијску нестабилност, а то повлачи потребу раста доларских девизних резерви код земаља дужника! Иако поверење у долар слаби, доларске девизне резерве расту (Ковачевић, 2014; Chahroug & Valchev, 2017). Зашто је после 90-их година и после Велике рецесије дошло до наглог раста девизних резерви у доларима? Постоји неколико основних разлога:

- 1) виши ниво девизних резерви је залиха која осигурава да се лакше превлада потенцијална економска криза, што је показало искуство бројних земаља које су се суочиле с кризом; то је самоосигурање од кризе (Rodrik, 2006);
- 2) високе ДР смањују ризик од настанка кризе и вероватноћу настајања кризе, што знатно смањује могуће трошкове који би настали уколико криза наступи;

отвореном привредом и либерализованим тржиштем капитала. То је важна поука за каснију економску политику.

¹³ Хеџ фондови иронично треба да осигурају улагаче од ризика, јер тај израз управо и значи ограђивање. У стварности, Сорос и други финансијски спекуланти су на основу ових фондова, „врше новца“ и краткорочних удара на валуте ових земаља довели до великог бекства капитала, урушавања националних валута и извлачења огромне користи.

¹⁴ Детаљније видети код Штиглица у серији књига преведених и на српски: *Велика њодела*, Нови Сад: Академска књига, 2015. *Глобализација и њене ѡројивречности*, Београд: МІВА Books, 2011. Евро. *Како заједничка валућа ујрожава бдућности Евроје*, Нови Сад: Академска књига, 2016. *Слободан ѡад. Америка, слободна ѡржиштиа и слом светиске ѡривреде*, Нови Сад: Академска књига, 2013.

- 3) ако земља поседује виши ниво ДР лакше може да брани девизни курс који је по правилу прецењен (као у Србији), али је главно номинално сидро и спречава ударе на инфлацију и финансијску стабилност (Obstfeld & Rogoff, 2005; Steiner, 2010);
- 4) глобализација и финансијска либерализација, сама по себи, и развој глобалног светског финансијског тржишта довео је до раста обима трговине ХоВ и до раста девизних резерви, чак и код земаља Африке које имају сасвим другачију позицију од земаља Далеког истока (Rodrik, 2006);
- 5) политика ММФ често подстиче Зур да нагомилавају девизне резерве да би се лакше заштитиле од строгих захтева програма за структурно прилагођавање, који њиховим привредама наносе додатну штету и нестабилност (Stiglitz, 2010; Stiglitz & Greenwald, 2010).

Дени Родрик је показао да разлика у каматним стопама, по којима Зур добијају капитал (више камате) и по којима пласирају своје ДР (ниже камате), износи најмање 1% БДП, што је огроман износ средстава и својеврсна премија осигурања која се плаћа за раст ДР (Rodrik, 2006). Ако су на другој страни потенцијални трошкови финансијске кризе 10 и више процената БДП, онда се такав трошак може оправдати. Једноставан пример може показати да Зур узимају новац по каматној стопи од 10% (рецимо на 1 милијарду \$), а централна банка те земље повећава за исти износ девизне резерве куповином америчких ХоВ на које добија камату од 0,5%. Тако се на годишњем нивоу врши трансфер богатства ка САД од 95 милиона долара које она може употребити за своје потребе, а вишак најчешће завршава у рукама богатих појединаца и приватних банака. Раст ДР нарочито је карактеристичан код земаља Азије и Далеког истока, којим оне плаћају свој приступ америчком тржишту капитала. Овакав раст ДР, међутим, смањује глобалну агрегатну тражњу и повећава међународну нестабилност финансијског система.

Да би побољшале своју ликвидност у случају кризе, рањиве економије мање развијених земаља могу да учине три ствари: 1) да повећају ДР, 2) да узму кредите у циљу заштите од криза, 3) да смање краткорочно задуживање. Будући да у трећем случају иза задуживања стоје моћни дужнички лобији у земљи и изван ње који настоје да повећају задуживање, политички најједноставнији начин да се земља осигура од кризе је раст ДР, што се и дешава од почетка 70-их година, а нарочито после кризе 90-их и после *Велике рецесије*. До почетка 90-их, ДР су биле на нивоу 3-4 месеца увоза, а данас су на нивоу осмомесечног увоза (Rodrik, 2006). Такође, расте њихов удео у БДП, а после 2000-те године следе тзв. *ГГ њавило* (по ауторима предлога Гринспену и Гидотију)¹⁵, које каже да ниво ДР треба да одговара краткорочном спољном дугу дате земље. Искуство је показало да су све земље с вишим ГГ коефицијентом (однос ДР /краткорочни дуг) биле и отпорније на кризу (Rodrik, 2006).¹⁶

Треба се подсетити да је напуштање бретонвудског система 1973. увело још један феномен који је појачао улогу долара као светске резервне валуте, а то је појава

¹⁵ Гринспен је био дугогодишњи директор ФЕД, хваљен, па оспораван, а Гидоти је био заменик министра финансија Аргентине.

¹⁶ О темама везаним за девизне резерве, либерализацију тржишта капитала и глобалну финансијску стабилност видети такође анализе: IMF 2010, 2012, 2014.

тзв. *пейродолара*. На светску финансијску сцену петродолар је ступио 1973. године када су се САД и Саудијска Арабија договорили да се обрачун и трговина нафтом врши и плаћа у доларима, а да Саудијци заузврат добију велику количину наоружања и политичку подршку Америке. Саудијска Арабија је најважнија чланица ОПЕК и лидер у производњи светске нафте, а САД власник долара и господар међународних финансија. Ово је додатно учврстило позицију долара, који је постао не само кључно прометно средство у међународним финансијама, већ и залиха вредности. Количина петродолара временом је нарасла на више од 6500 милијарди \$, што је било око 10% светског БДП и 40% БДП САД. Почетком 90-их година више од 80% светских ДР држано је у доларима и око 80% међународног платног промета обављано је у доларима. Премда поверење у долар све више слаби, нарочито после COVID-19 кризе и рата у Украјини, према подацима које је 2017. године изнео Р. Ковачевић (Ковачевић, 2017) још увек је 60% светских ДР у доларима, а 85% свих девизних трансакција обавља се у доларима. Ево још неких података који илуструју кретање међународних ДР:

- У периоду 2000–2013. године, ДР су порасле чак 6 пута, а код Зур чак 11 пута; раст ДР много је већи код растућих економија и Зур него код развијених земаља Запада (Ковачевић, 2017);
- Светске ДР састоје се из ХоВ, монетарног злата, СДР, од чега 4,3 хиљаде милијарди у нискокаматним ХоВ велике ликвидности и сигурности;
- 1999. девизне резерве чиниле су 6%, а 2009. године 15% светског БДП. У свим земљама убрзава се просечна стопа раста ДР;
- Око 2/3 светских ДР је код мање развијених земаља и нарастајућих економија (Азија, Кина); код ових земаља ДР чине скоро 18% БДП у 2011. години;
- Већ 2012. године ниво светских резерви је 10,5 хиљада милијарди \$, од чега готово 70% отпада на Кину (Ковачевић, 2012);
- Србија има ниво ДР око 30% БДП као мала отворена економија, а од тога је 70% у сигурним ХоВ.

ПРОБЛЕМИ СВЕТСКОГ ФИНАНСИЈСКО-МОНЕТАРНОГ СИСТЕМА

Најзначајнији проблем светског финансијско-монетарног система је губљење поверења у долар као светску резервну валуту (Eichengreen, 2011), што је додатно појачано понашањем САД после рата у Украјини (заплена девизних резерви Русије) и одговором Русије на санкције САД и ЕУ, као и захтевима БРИКС за стварањем нове међународне резервне валуте.

Нестабилност и неравнотежа међународних финансија испољава се у форми растућих дефицита буџета и биланса текућих трансакција („*близаначки дефицити*”), при чему јавни дуг САД расте на 130% БДП.¹⁷ Годишњи дефицит СА САД је 800 милијарди \$, с тенденцијом раста. Други проблем је спор раст ЕУ, која већ улази у проблем секуларне стагнације, и трећи проблем који је годинама присутан у међународним

¹⁷ Детаљније о управљању финансијама у јавном сектору: Dželetović, 2016.

односима је потцењени јуан који генерише кинески суфицит од 150 милијарди \$ годишње (Stiglitz, 2010; Stiglitz & Greenwald, 2010).

У објашњењу нестабилности међународних финансија постоје два алтернативна модела, два објашњења (Stiglitz, 2010; Stiglitz & Greenwald, 2010).

Први модел полази од тога да прекомерна потрошња у САД (висок буџетски дефицит, делом и због огромних издатака за војноиндустријски комплекс и војне интервенције) узрокује дефицит текућег биланса, који се онда финансира јефтиним приливом капитала из иностранства. То је модел дефицита близанаца. Али, Штиглиц и Гринвалд су показали да дефицит текућег биланса расте независно од БД (буџетски дефицит) и да нема узрочно-економетријске зависности између ова два биланса.

Други модел је модел презасићености штедњом, где узрочност иде од земаља с вишком штедње над инвестицијама (Кина и Далеки исток), тако да фондови са страним директним инвестицијама и петродолари иду ка САД где је тржиште капитала дубоко, широко, сигурно и даје високе приносе. Тако тражња за доларом расте јер: а) расте обим међународне трговине, б) политика САД и ММФ подстиче веће ДР као сигурност од издијања криза, које су управо последица економске политике поменутих субјеката. То значи да САД намерно стварају нестабилност која изазива кризе и раст потреба за ДР у доларима и америчким ХоВ. У том моделу БД САД је ендеген, а прилив капитала је егзоген – узрочни фактор растуће финансијске нестабилности. САД се јавља као светски потрошач у последњој инстанци (утиче на глобалну агрегатну тражњу) и као земља трговинског дефицита у последњој инстанци, док остале земље генеришу суфицит који утиче дефлаторно и рецесионо на укупну светску привреду.

Поверење у долар као залиху вредности урушава висок трговински дефицит САД и висок јавни дуг, као и растућа инфлација која после рата у Украјини скаче на више од 10% на годишњем нивоу, што је рекорд у последњих 40 година! Шта је могућа алтернатива долару као светској резервној валути? Прво јуан, због растућег значаја кинеске привреде; друго, нека врста синтетичке валуте као што је СДР, или банкор, који је својевремено, далеке 1944. године, предлагао велики економиста Кејнс (Cooper, 2009).

Стога ћемо на овом месту кратко објаснити улогу специјалних права вучења – СДР као потенцијалне синтетичке резервне валуте коју је ММФ креирао већ током 60-их година прошлог века (Stakić, 2012). Амандманима на Статут ММФ, 1967. године су уведена специјална права вучења (*Special Drawing Rights*) СДР, с циљем да побољшају међународну ликвидност и буду поузданија резервна валута него што је био долар. Креирање СДР почело је 1969. године с истим паритетом као долар. Валута је била синтетичка јер је њена вредност рачуната на основу корпе валута 16 земаља чији су пондери одговарали уделитема у светском извозу. Од 1981. у корпу валута улази само пет најјачих: долар, марка, фунта, јен и француски франак, а пондери су се повремено мењали. Међутим, СДР није заживео као резервна валута јер су се томе противиле САД. Емисија је била врло ограничена и без значајнијег утицаја на међународну ликвидност, а није прихваћена ни као валута у приватним трансакцијама, нити се може једноставно конвертовати у друге валуте. Обим СДР које су земље чланице могле да користе зависио је од квоте у оквиру средстава ММФ и био је врло ограничен, недовољан за ремошћење планобилансних проблема. Постоје

бројне идеје о реформи СДР како би ефикасније одговорили својој улози, али ћемо о томе детаљније говорити у завршном поглављу.

Свет се тренутно налази у некој врсти пат позиције зато што сви увиђају недостатке долара, желе да се ослободе америчке зависности, јер САД у складу са својом политичком агендом могу лако да уведу доларске санкције било којој земљи која не спроводи њихову политику. Такође, висок јавни дуг и растућа инфлација у САД не делују охрабрујуће на власнике доларских резерви код мање развијених земаља. Званичну иницијативу за формирање резервне валуте као алтернативе долару покренуо је и БРИКС, све утицајнија међународна асоцијација коју сачињавају Бразил, Русија, Индија, Кина и Јужноафричка Република.¹⁸ Иако БРИКС није организација типа ЕУ, већ је више налик на Г7 и претежно се ослања на кооперацију, Русија и Кина као окосница БРИКС упутиле су изазов САД у правцу политичког и економског мултиполаризма с циљем да умање значај долара и тиме доминантни утицај САД која злоупотребљава своју позицију земље власнице резервне светске валуте. Премда удео долара у светским финансијским трансакцијама, девизним пословима и резервама постепено опада (од 80% ка 60%), још увек је доминантан без праве алтернативе, по мишљењу многих теоретичара (Cooper, Chahrour, Valchev, Kovačević, да наведемо само неке од њих). Ипак, расте удео билатералних валутних аранжмана, регионалних валутних договора и јуана који због снаге кинеске привреде може бити алтернатива у перспективи.

ПРЕДЛОЗИ ЗА РЕФОРМУ МЕЂУНАРОДНОГ ФИНАНСИЈСКО-МОНЕТАРНОГ СИСТЕМА

Уједињене нације су, после Велике рецесије, 2009 године формирале *Експертску комисију УН за реформу међународној монетарној и финансијској сисћема* којом је председавао нобеловац Штиглиц и која је предложила низ реформских корака у духу ранијих Кејнсових идеја (Stiglitz, 2010; Stiglitz, & Greenwald, 2010). Реформа као предуслове види бољу глобалну координацију економских политика и знатно бољу финансијску регулацију (слаба регулација је узроковала кризу из 2008. године). Централна идеја је емитовање светске резервне валуте које би било пропорционално расту девизних резерви у свету. Тада не би било ни инфлације, ни негативних ефеката на агрегатну тражњу. Земље које би имале платнобилансне проблеме добијале би довољну количину ове валуте за успостављање равнотеже и стабилности, а земље са суфицитом би плаћале казнену камату која би могла да се употреби за смањење сиромаштва у свету или глобалног загађења животне средине. Штиглиц сматра да

¹⁸ На састанку у Јекатеринбургу, 2008. године, основан је БРИК – међународна економска асоцијација коју су чинили Бразил, Русија, Индија и Кина. У 2011. прикључила им се Јужноафричка Република, па је то постао БРИКС. БРИКС је 2014. године у Бразилу основао и Развојну банку с почетним капиталом од 50 милијарди \$ и седиштем у Шангају. Има растући економски и политички утицај с циљем да буде противтежа земљама Запада. Током 2022. године, Аргентина, Турска, Иран и Саудијска Арабија изразиле су спремност да се прикључе БРИКС-у.

када би земље које имају неравнотежу у спољнотрговинској размени могле аутоматски да повлаче СДР или банкор, не би гомилале своје девизне резерве, а тиме би се избегла и политичка условљавања.

Друга иницијатива је тзв. *Chiang Mai*, која је назив добила по граду на Тајланду где је покренута 2000. године на састанку Азијске банке за развој с низом билатералних валутних аранжмана. Идеја је 2010. прерасла у мултилатерални валутни споразум 10 земаља АСЕАН-а, плус Кине, Јапана и Јужне Кореје, с фондом који је прво износио 120 милијарди \$, а затим је повећан на 240 милијарди \$. Циљ је био да се лакше преброде валутне кризе попут оне из 1997. и да се те земље не ослањају превише на политику ММФ и САД. Тако су се појавиле регионалне девизне резерве и резервна валута, нека врста *Асиабанкора* с регионалним резервним фондом. То је управо модел децентрализације о коме је говорио и раније га предлагао Тобин (Tobin, 1978).

Постоји идеја везана за СДР, која би омогућила да буде прихваћен и од стране приватних холдера и приватних финансијских тржишта, да прерасте у праву валуту с могућношћу конвертибилности и да се од стране ММФ емитују обвезнице које би гласиле на СДР. Ово је идеја слична Штиглицовом предлогу, с много лакше доступним кредитним линијама за уравнотежење платних биланса земаља чланица. Купер сматра, за разлику од Штиглица, да је ова идеја тешко изводљива због низа практичних проблема са СДР, као што су емисија СДР, тешка прихватљивост за приватни сектор, неопходна модификација правила и начина рада ММФ где може бити политичке опструкције (Соопер, 2009). Гувернер централне банке Кине је 2010. дао иницијативу да се формира нека врста супституционог (заменског) рачуна преко кога би централне банке могле да врше замену својих девизних резерви у доларима за СДР (Соопер, 2009), али и друге валуте с циљем да избегну девизни ризик у случају наглог губљења вредности долара у неком драматичнијем сценарију.

Евро и јен не могу заменити долар као резервне валуте јер њихов релативни економски и политички значај опада, а ЕУ ће бити нарочито погођена руским санкцијама после почетка рата у Украјини.¹⁹ Тренутно је евро пао у односу на долар и, премда је Европска централна банка коначно подигла каматне стопе, још увек је позиција евра слаба.²⁰ Као могућа алтернатива долару све више се помиње кинески јуан, али ту за сада постоји неколико проблема. Прво, Кина нема тако развијено финансијско тржиште као што га имају САД; друго, јуан није конвертибилан за трансакције на конвертибилном рачуну (Кина има контролу капитала, што је спасило од кризе 1997. године). Већ годинама јуан је потцењен, што помаже Кини да ствара суфицит у текућем билансу, а престанак државне интервенције ослабиће спољнотрговинску позицију Кине и смањити девизне резерве. Кина наравно може долар да замени евром, да продаје америчке ХоВ (као што и ради), да мења структуру ХоВ, али све те акције значајно коштају привреду Кине (Соопер, 2009). Ако би се Кина

¹⁹ Детаљније о еврo и монетарним интеграцијама у: Dželetović & Šubara, 2017.

²⁰ Годинама је однос евра и долара био око 1,2 долара за један евро. По избијању кризе у Украјини, ЕУ се нашла у великим економским проблемима, а ЕЦБ веома споро подиже каматну стопу, док је инфлација прешла границу од 12%. То је ослабило евро, тако да је тренутно однос евра и долара 1 према 1, што је историјски минимум вредности евра с тенденцијом даљег пада у односу на долар.

нагло ослободила америчких ХоВ, пао би долар и урушила би се њихова вредност и за саму Кину. Потенцијална либерализација тржишта капитала у Кини повећала би улагања приватних инвеститора у иностранству и сигурно би смањила куповину ХоВ на тржишту САД од стране централне банке Кине. Ипак, раст кинеске привреде неминовно води ка некој врсти интернационализације јуана и, као што је долар с привредном доминацијом САД истиснуо фунту и постао главна светска валута, то је судбина која вероватно чека и јуан. Први корак је доминација јуана у Азији, постепена либерализација тржишта капитала и пораст билатералних аранжмана у јуанима: то се тренутно ради у трговини између Русије и Кине, Ирана и Кине и најновије између Кине и Саудијске Арабије, што полако смањује утицај *пејродолара*. Такође, постоји идеја за креирање златног јуана који би био средство плаћања, а био би покривен златом и конвертибилан у злато по одређеном курсу.

Гита Гопинат, која је истраживач на ову тему и заменик директора ММФ-а, упозорава да ће постепено да расте утицај регионалних валута и билатералних валутних аранжмана²¹ и да ће у перспективи долар и евро остати доминантне валуте у подручју ЕУ и тзв. колективног Запада, што је већ сада мање од 40% светске привреде. На билатералним валутним аранжманима нарочито инсистира Русија, која већ има такве односе с Кином, Индијом, Ираном, Саудијском Арабијом и вероватно Турском. Рубља је после увођења санкција Русији значајно ојачала и Русија је увела и могућност конвертибилности рубље за злато по курсу од 5000 рубаља за грам злата.²² Сада Русија инсистира да јој земље ЕУ плаћају гас у рубљама, а постоји иницијатива да се то прошири и на пољопривредне производе. Уз иницијативу БРИКС-а, ово су највећи изазови даљој доминацији долара.

Фархи (Farhi) и Маџори (Maggiore) су детаљно анализирали разне могуће опције у реформи међународних финансија и замени долара (Farhi & Maggiore, 2017). Издвојили су неколико могућих праваца реформи:

А) Свет хегемона (долар) или мултиполарни свет (јуан, валута БРИКС), (Fratianne, 2012; Eichengreen, 2011).

Б) Модел с обилем резервне имовине (банкор или СДР).

В) Златни стандард с фиксним девизним курсом, наспрам пливајућег као сада.

Аутори сматрају (с чим се слаже и Штиглиц) да би свет с више резервних валута економски био мање стабилан и да је боље решење једна глобална резервна валута. Поновно увођење златног стандарда такође би деловало дефлаторно, имало би последице услед тежих прилагођавања, мању флексибилност и пораст незапослености.

²¹ Гита Гопинат у интервјуу за *Фајненшел ѿајмс*, пренето из *Полиѿиике* 5. 9. 2022. године.

²² Русија је предузела читав низ мера да заштити финансијски систем и рубљу. Уведена је конвертибилност рубље за злато по фиксном курсу од 5000 рубаља за грам злата. Нагомилане су златне резерве веће од 2300 тона, с вредношћу преко 500 милијарди \$, и девизне резерве у износу од око 600 милијарди \$. Спољни дуг је релативно мали, испод 20% БДП. Уведена је контрола капитала, ограничена могућност износа веће количине новца из земље. Подигнуте су каматне стопе на 20%, а затим смањене. Уведена су плаћања за рубље, гаса и других извозних производа. Резултат комбинованих мера је рубља која је ојачала и стабилизовала се у односу на долар. Циљ свих мера био је да се повећа тражња за рубљом. Инфлација која је скочила на око 20% сада је под контролом, с тенденцијом смањења у другој половини 2022. године.

С друге стране, довело би до веће стабилности девизних курсева, ниже инфлације, платнобилансне равнотеже и ређе појаве међународних криза.

Победа Русије у Украјини и вођство Кине у економији симболички и суштински могли би да означе крај америчке хегемоније и доминације у међународним економским институцијама, водеће улоге долара и војне супрематије. То би био крај *Pax Americana* као што је крај *Pax Britannica* значао и завршетак доминације британске фунте. Могући трошкови за САД су: 1) отежало би способност Америке да лако сервисира свој трговински и буџетски дефицит; 2) додатно би угрозило фискалну позицију САД, њен раст, међународну конкурентност и финансијски положај, као и снагу тржишта капитала; 3) ускратило би САД средства за наоружање, улагање у војни сектор, војне базе широм света и освајачке ратове; 4) онемогућило би је да присваја реална добра штампањем долара без икакве противвредности (емисиони приход); 5) довело би до слабљења позиције долара, напуштања доларских резерви и ослобађања од ХоВ.

Још од 2008. године и *Велике рецесије* говори се о томе да су ММФ, Светска трговинска организација и друге међународне економске и финансијске институције дубоко неправедне, да су фаворизовале спољнотрговинску позицију САД и земаља Запада, да доводе до светске неједнакости у расподели дохотка и да следе неолибералну агенду која одговара супербогатој класи (Dimitrijević, 2014). Сам ММФ допринео је бројним кризама у свету, појачао их је и погоршао (бројни примери Латинске Америке, Африке, Азије) представљајући сервис економске политике Запада и Европске уније, с низом политичких условљавања и великим социјалним трошковима. Унутар ММФ стручни тим обратио је пажњу на питања неједнакости у расподели дохотка, пада глобалне агрегатне тражње, потребе да ММФ програми буду мање ригидни и флексибилнији, што се уочава последњих година. Ипак, реформе ММФ и Светске банке иду врло споро, постоји раскорак између оних који су креативни део тима и оних који имају моћ у ММФ (извршни директори и водеће западне земље), тако да су реформе претежно козметичке природе²³ (Rodriguez, 2017; Ocampo, 2001). САД се неће добровољно и лако одрећи водеће улоге долара и доминантне позиције у међународним институцијама. Остаје уверење да ће их на то приморати резултати рата у Украјини, јачање кинеске привреде, наступање мултиполарног света и додатно слабљење привреда западних земаља, што први резултати привредних кретања у САД, ЕУ и Г7 већ наговештавају у 2022. години.

Могући правци промена су: 1) већи утицај земаља БРИКС и нарастајућих економија на ММФ, СБ, СТО; 2) статутарне и институционалне промене, које ће значити промену начина доношења одлука и усмеравања средстава у оквиру ових институција; 3) промена приоритета у циљевима и раду ових институција у правцу веће једнакости, равноправности и економског раста; 4) напуштање долара као резервне валуте и трансформација ММФ у правцу који су трасирали Кејнс, Штиглиц и други одговорни економисти; 5) повећање улоге регионалних развојних институција (Азијска развојна банка, Азијска инвестициона банка за инфраструктуру, БРИКС,

²³ О томе детаљније у сјајном мастер раду: Rodriguez C., *The Case of the International Monetary Fund and the 2008 Global Financial Crisis*, 2017. <https://www.e-ir.info/2017/11/29>.

Евроазијска економска унија – ЕАЕУ). Верујемо да је руска специјална операција у Украјини покренула промене у међународним економским односима у правцу мултиполарности, које су незадрживе и које ће довести до радикалног побољшања економских односа у свету.

ЗАКЉУЧАК

Међународне економске односе карактерише неједнакост у расподели дохотка која се повећава на штету мање развијених земаља, неравноправност у доношењу одлука у корист богатијих земаља и појединаца, и криза долара као светске резервне валуте. Неолиберални економски модел, по коме су претежно функционисали ММФ, СБ, СТО, ЕУ, доживљава свој историјски пораз и мора уступити место уравнотеженијој економској политици и мултиполарности у геополитичким, економским и политичким односима. Примена неолибералне економске политике, злоупотреба долара и америчка економско-политичка хегемонија, коју карактерише либерализација капиталних токова, пливајући девизни курс и прекомерно штампање долара, довела је до сталних финансијских криза, нестабилности у међународних финансијама, раста цена и успореног економског раста. Кина и Русија у оквиру БРИКС упутиле су изазов хегемонији САД и долара и процес промене међународних институција је незаустављив. Он ће у првим фазама вероватно водити смањењу улоге долара као резервне валуте и појави конкурентске резервне валуте, као и појачаном утицају билатералних валутних аранжмана. На средњи и дуги рок, реформа међународног економског система могла би да води ка стварању централне банке и једне синтетичке резервне валуте која би лакше решавала платнобилансне проблеме светске привреде, водила бржем економском расту и смањивању разлика у богатству и развијености између Запада и остатка света у развоју. Алтернатива овоме у случају неуспеха је прекид позитивних аспеката глобализације, блоковска подела света и затварање економских токова унутар заокружених геополитичких сфера утицаја (САД – Русија – Кина), што би било економски и развојно знатно неповољније решење.

Bojan S. Dimitrijević²⁴
Belgrade Business and Arts Academy of Applied Studies
Belgrade (Serbia)

Milenko U. Dželetović²⁵
University of Belgrade, Faculty of Security Studies
Belgrade (Serbia)

THE WAR IN UKRAINE AND CHANGES IN THE GLOBAL ECONOMIC SYSTEM

(Translation *In Extenso*)

Abstract: The US years-long irresponsible policy with the excessive printing of dollars, reinforced by the COVID-19 crisis and the war in Ukraine, has led to a large public debt and increasing inflation in the US, which significantly threatens the position of the dollar as the world's reserve currency. The latest challenge to the dollar came from Russia, China and the BRICS countries. The paper analyzes the consequences of the war in Ukraine, the sanctions-based war between Russia and the West, the position of the dollar as the world's reserve currency and the weaknesses of the international financial-monetary system leading to financial instability, frequent crises and growing inequality. A special emphasis has been placed on possible reforms of global finances and alternative proposals for a new reserve currency and more efficient work of global economic institutions (IMF) with the aim of achieving greater equality and faster economic growth.

Keywords: global economic system, reform, Ukraine, war, dollar

INTRODUCTION

After unsuccessful attempts to reach agreement about strategic peace guarantees with the USA and NATO, Russia began its special military operation in Ukraine on 24 February 2022, with the basic goals as follows: protection of pro-Russian population in Donbas, demilitarization and denazification of Ukraine and guarantees that this country will not be a member of NATO. Immediately afterwards, the USA, the European Union and the countries of the collective West imposed a set of sanctions on the Russian Federation, while in August 2022 the EU introduced the seventh package of economic sanctions. The sanctions refer to the sphere of economy, finance, international payment transactions, and movement of goods, capital, services, energy and traffic. These are the most comprehensive sanctions in

²⁴ bojan.dimitrijevic@bpa.edu.rs

²⁵ milenko.dzeletovic@gmail.com

the world's economic history. Russia responded by reciprocal measures, asymmetrically, and so far, has managed to avoid the collapse of the economic and financial system. As a matter of fact, the sanctions can be said to have affected on a large scale the European Union that is in store for a very cold winter, heating difficulties and decline in the economic activity due to the dependence on the Russian gas. The most affected is the economy of Germany, although consequences can be felt in East European countries, as well as Italy, France and Great Britain.

Simultaneously with the energy crisis and economic problems as a consequence of the sanctions war between Russia and the West, the world is facing the problems of exiting the COVID-19 crisis (2020–2022), energy transition towards the Green Agenda (which, independently of the Ukraine war, led to the increase in the prices of gas, oil, coal and electricity), inflation problems (due to excessive money printing during the pandemic both in the USA and inside the EU), and even hits of stagflation that was last witnessed in the 1970s, because inflation increase is accompanied by slower economic activity, revision of the expected downward trend of GDP²⁶ and the possibility of concurrent production decline and record-high inflation of 10% or more in the EU member countries and in the USA.²⁷ The US Federal Reserve, the Bank of England and the European Central Bank (ECB) have already increased the referential interest rates in their fight against inflation²⁸. This led to a decrease in the prices of securities and a gradual increase in the debt burden for some of the non-Western countries (Argentina, Nigeria, Somalia, Pakistan), while it will further contribute to the slowing down of economic activity. This time, national economies are not permitted to print money and implement an expansive monetary-fiscal policy for encouraging economic growth, which will deepen the problems encountered by the world economy on the whole.

The first hints of economic costs are measured in thousand billion euros or dollars:

- Preliminary estimates indicate that costs of the destroyed infrastructure in Ukraine have reached more than \$600 billion, with the tendency of reaching as many as 1,000 billion during the war;
- the IMF announced the decline in Ukraine's GDP by 40% and the decline in Russia's GDP by 20% (about \$400 billion), with substantial unknown military costs suffered by Russia and Ukraine; Ukraine has already received international help of more

²⁶ During 2022, the IMF revised twice the expectations regarding the growth of the gross domestic product (GDP) in the EU, so the latest estimate from April is that the annual growth will be 2.6% instead of 2.8%. The estimate for 2023 is 1.2%, which is a downward revision by 1.4%. Speaking of the USA, the downward revision is by 1.4%, from 3.7% to 2.3%. The world GDP has been revised downwards by 0.4%.

²⁷ The inflation in the EU and the USA has already exceeded 10% and entered the two-digit zone, which is the highest level since the end of the 1970s. More precisely, in July the inflation in the USA was 9.1%, (the highest level since 1981), and in the EU 12.8%. In the EU, the price of food rose by 20% and the price of fuel by 28%. With the slower economic growth, it is possible to expect stagflation, which has already been announced by Roubini, one of the few economists who also predicted the 2008 Great Economic Recession (Roubini, 2021).

²⁸ The FED raised interest rates twice and now they vary between 2.25% and 2.5%. Previously, they had been raised from 1% to 1.75% with the aim of reducing inflation. The European Central Bank raised interest rates to 0.5% for the first time after 11 years, which marked its exit from the zone of negative interest rates, the unprecedented phenomenon in economic history of the world. The *Bank of England*, as well as the National Bank of Serbia (NBS) acted in a similar manner.

than \$60 billion, and it needs further \$5 billion per month to cover military costs and the budget deficit;

- Due to the sanctions, Russia's level of FX reserves of \$600 billion has been frozen, including its large property abroad;
- The slower growth of the European countries and Japan currently means a decrease of 1-1.5% in GDP, which is more than \$300 billion, with the tendency of further slowing down of economic activity;
- The drop in the US stock exchanges exceeded the amount of \$2,000 billion, while certain increase in interest rates will only increase these losses;
- The level of world debts has reached the dizzying amount of \$300,000 billion, and the growth increase in interest rates of only one percent increases the world debt burden by \$3,000 billion;
- Currently it is difficult to calculate the losses caused by the reduced delivery of Russian gas to the EU, but it will amount to more than \$100 billion on a yearly basis, along with uncertain length and intensity;
- Chinese economy (formerly the engine of the world development) is substantially slower, from the previous high rates of over 8% dropping to 5.5%, with the tendency of further slowing down to 4.5% because of the lockdown in large cities caused by the COVID-19 pandemic (Shanghai); such unrealized growth exceeds \$800 billion.

One of the most important measures introduced by Russia as a counter-sanction was its request for the payment of Russian gas in the Russian ruble by the countries that were declared as Russian enemies. Apart from a series of other measures in the financial system, contributing to the stabilization of Russian economy and the prevention of economic *Blitzkrieg*²⁹, this measure raised the long-imposed question about the position of the dollar as a world reserve currency and the need for a radical reform of the international financial system that would lead to the disappearance of the US dominance and to the greater stability of international finance. That is why in the paper below we will analyze the functioning of the Bretton Woods system of international finance and its abolishment, the growth of the dollar as the world reserve currency, the problem with the dollar abuse and the difficulties encountered by the international financial-monetary system, costs and benefits of doing away with the predominant position of the dollar and proposals for the reform of the international financial system.

BRETTON WOODS FINANCIAL-MONETARY SYSTEM

During 1944 (before the end of World War II), the victorious countries met in Bretton Woods (USA) and negotiated the foundations of the international financial-monetary system. In creating the system, the decisive advantage went in favour of the proposal by Harry

²⁹ The aim was to destroy the Russian ruble, which would then lead to increasing inflation, stock exchange collapse and break-up of the entire financial system, which would soon paralyze Russia's war operations as well. The Russian ruble actually dropped to 140 rubles for 1 dollar, but the exchange rate was soon stabilized at 70 rubles for 1 dollar. At the moment, Russia's financial system is quite stable, with the budget surplus.

Dexter White, senior U.S. Treasury department official, and, as a result of the agreement, the International Monetary Fund and the World Bank (*Bretton Woods twins*) were founded. The IMF's task was to supervise the system of fixed foreign currency rates of exchange and to apply short-term funds and loans, where applicable, to help the countries experiencing unstable balance of payments in financing and regaining balance. The World Bank was supposed to finance the projects of capital and infrastructural importance substantially contributing to the economic growth of the developing countries. The dollar formally became the world reserve currency (which was the status already gained in the 1930s)³⁰ due to the fact that the USA became the first economic world power and the strongest economy in the world, that the dollar was a generally accepted payment instrument in international economic relations and that the USA held 60% of the world gold reserves (Stakić, 2012). The dollar was related to gold by the fixed rate of exchange of \$35 for one fine ounce of gold³¹, with the possibility of its conversion to gold, while all other world currencies were related to the dollar by fixed rates of exchange. The US Federal Reserve was obliged to convert dollars to gold only in transactions with central banks of other countries, but not with participants in private capital markets. The countries were obliged to maintain convertibility of their respective currencies towards the dollar in current accounts. This was a modified version of the gold standard that was abandoned after the Great Depression in 1929–1933.

At the same time, there was an alternative proposal for the formation of the international economic system presented by famous British economist Keynes, but it was not accepted. Keynes's proposal included the following (Stakić, 2012):

- formation of a world central bank and a world reserve currency *bankor*, which would be emitted by the central bank;
- the national rates of exchange would be formed by the bankor, while bankor emission would be performed in line with the needs of international finance and countries participating in transactions;
- it is also necessary to establish an international clearing union that would create international liquidity;
- the goals of the world central bank should be balance of payments equilibrium, full employment, financial stability and price stability;
- the central bank would hold much larger funds than the IMF, with the possibility of intervention and establishment of balance of payments equilibrium; Keynes proposed that those funds should be at the level of one half of the world imports, which would give enormous intervention power to the world central bank formed in this manner;
- the countries with a high foreign trade surplus (China, Germany), which acts in a deflationary manner, would be sanctioned by interest rates paid on the surplus of funds, or stimulated to eliminate it, while the funds collected in this manner could be directed towards development; it is an interest rate of 1% per month and it would prevent a drop in aggregate demand and increasing unemployment.

³⁰ At the very beginning of the 1930s, the share of the dollar and the pound in the world exchange was 50% : 50%, but after the Great Depression and the end of World War II, simultaneously with the breakup of the British Empire, the dollar became the only genuine world reserve currency.

³¹ One fine ounce of gold has about 35 grams, which means that a gram of gold was slightly more valuable than one dollar.

Thus-formed IMF held small funds for establishing balance of payments equilibrium, while the development requirements of the Third World countries (developing countries and subsequently growing economies) led to great imbalance in the exports and imports that could not be covered by the IMF. For example, the Marshall plan in Europe and Germany had much bigger funds. Nevertheless, in the mid-1950s, the IMF fulfilled its mission with relative success, and the loan system on the quota basis was the foundation of program arrangements. However, the IMF gradually became ever stricter; its missions conditioned financial support by *structural adjustment programs* and often by economically, socially and politically painful reforms to the Third World countries. The introduction of special drawing rights (SDRs) did not significantly improve international liquidity nor led to overcoming the problem of the dollar as a reserve currency, primarily because the USA was against the increasing role of the SDR.

The system in which the dollar was the world reserve currency brought a number of benefits to the economy of the USA as the emitting country. Those were so-called *positive externalities* of holding the reserve currency (Cooper, 2009). They include several advantages:

- *seigniorage* – the emission revenue for the emitting country as the difference between the value of the dollar and its emission costs; the USA can practically free of charge emit the dollar and use it for the purchase of real goods and services of other countries; thus, it takes the real value without any countervalue, which causes inflation in the rest of the world; in that manner, the US Federal Reserve becomes a “machine for producing world inflation”;
- easily covering the budget deficit by emission of securities bought by other countries in the form of FX reserves;
- differences in the interest rate by which the USA lends capital to the developing countries (higher) and the interest rate by which those countries repay their loans (lower), which constitutes specific subsidizing of the US economy;
- increase in employment and profits in the US financial sector;
- the US Federal Reserve monetary and interest policy is adjusted to the needs of the US economy, regardless of the rate of exchange between the dollar and other currencies and needs of other countries participating in international finance, which leads to crises and international economic and financial instability.

The system of fixed foreign currency rates of exchange and modified gold standard initiated a number of other problems related to the deficiency of the dollar as a transactional instrument in international payments, liquidity problems, insufficient quantity of gold, deflationary effect of gold convertibility, inflexibility of monetary and foreign trade policy, difficult adjustments in the regime of fixed foreign currency rates of exchange and to the liberalization of international capital flows and the capital market. The consequence of Bretton Woods system and the dollar as a reserve currency was the constant deficit of the current accounts balance in the USA that is covered by the inflow of cheap capital from the world, while other countries have surpluses and accumulate foreign exchange reserves in dollars. The surplus in the US current account covered the rest of the world, and the US economy was the engine of dynamics in the world consumption and overflow of inflation (Kovačević, 2018; Meltzer, 1991).

Therefore, at the beginning of the 1960s, American economist Robert Triffin wrote several papers analyzing the growing problems with the dollar, which were called *Triffin's*

paradox.³² Namely, due to the need for dollars and world liquidity, as well as the increase in the volume of international trade and exchange, two problems arise: 1) dollar deficiency and deflation, because there is not sufficient gold to cover the growing need for dollars; 2) increasing deficit in the US foreign trade accounts due to the fixed foreign rate of exchange (Kovačević, 2018). The US high trade deficit and increasing emission of dollars without coverage in gold undermined the trust in the dollar as the reserve currency and increased benefits to the US trade. Furthermore, the increase in the US budget deficit and public debt leads to the inflow of capital to the USA at quite low interest rates and significant benefits to the US economy, but they further destroy the position of the dollar. Like Keynes, Triffin also advocated for an international central bank and a different emission of the world reserve currency, while abandoning fixed rates of exchange and gold convertibility (Tobin, 1978). That marks the beginning of the abandonment of Bretton Woods system and the introduction of flexible foreign rates of exchange.

ABANDONING BRETTON WOODS SYSTEM OF FIXED FOREIGN CURRENCY RATES OF EXCHANGE AND GOLD CONVERTIBILITY

Bretton Woods international financial system experienced its crisis during and at the end of the 1960s because there were much more dollars than the quantity of gold covering them, while, due to the financing of the Vietnam war, the US budget deficit and the average inflation of about 6% per year additionally raised the question of trust in the dollar and exercised the pressure on changing and abandoning the fixed foreign rate of exchange of the dollar to gold and other currencies to the dollar. Because of a series of pressures, on 15 August 1971 the USA abolished the convertibility of the dollar for gold, and that was the actual end of the Bretton Woods Agreement.

Two dollar devaluations followed (by 8% in 1971 and by 10% in February 1973) and finally, on 19 March 1973, the currencies of most European countries and of Japan abandoned the fixed rate of exchange and adopted the floating one. The USA continued to rule the IMF policy, and after the inflation, stagflation and two oil shocks, the world experienced increasing instability of international financial relations during the 1970s.³³

Eminent American economist James Tobin, Nobel Prize winner and Keynesian, pointed out that the international financial system had two key problems (Tobin, 1978).

³² *Triffin's dilemma* or *Triffin's paradox* was presented in the work: Triffin, R. (1960) *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven: Yale University Press. In brief, for the dollar to play the role of the reserve currency and provide the world with sufficient liquidity, the balance of the US current accounts must always be in the deficit. In the references, there are several other papers dealing with Triffin's dilemma, for example Campanella, E. 2010.

³³ After high inflation, in Paul Walker's era, the US Federal Reserve increased interest rates multiply significantly and in a short period, which was followed by other central banks of the Western countries. The result of these measures was the drastic increase in the debts of the Third World countries, which slowed down their development, put them into debt slavery and forced them to fulfil strict programs of the IMF, accompanied by the reforms that suited the interests of the USA and neoliberal economic ideology.

Those were: 1) the matter of the reserve currency liquidity, and 2) the mechanism of balance of payments adjustment. Tobin believed that a flexible foreign rate of exchange was not a solution either, because the key problem refers to capital mobility and the liberalization of the capital market. The development of the capital market proceeds much more rapidly than the liberalization of the labour, goods and services market. With international mobility of capital and the flexible rate of exchange, the Mundell–Fleming model showed that the monetary policy is not autonomous, but it turns into a policy of foreign rate of exchange management, which calls for intensive coordination of international policies, whereas the USA, as a rule, is not ready for it.³⁴ Tobin had several proposals for the reform of the financial system with the aim of its bigger stability (Tobin, 1978): 1) create a central bank with one currency and the unified monetary-fiscal policy (Keynes, Triffin), 2) if it is not possible, go for financial segmentation, decentralization and greater autonomy of central banks in the world and their governments; 3) unified tax on financial transactions, proportional to the scope of those transactions, which would be much smaller on common transactions and long-term securities.

Analyzing the problems with the dollar as a reserve currency in the period after the collapse of the Bretton Woods system, Charhour and Valchev state that in the period 1973–2010 the balance deficit of the USA current accounts was about \$8,000 billion, while in the same period the USA created FX reserves in the amount of \$4,200 billion for the rest of the world (Chahrour, Valchev, 2017). That is how the connection the US consumption → FX reserves increase was formed in the world, while the balance of current accounts was financed by the creation of dollar liquidity. The country holding the reserve currency is able to be infinitely in the trade balance deficit and to make profits on interest arbitration. That interest difference, at which the USA offers the dollar to the rest of the world and at which it pays its obligations on foreign property denominated in dollars, is sometimes 3% and more and is measured in hundred billion dollars (Gourinchas et al., 2010). The yield on the debt, securities and foreign direct investments rose from 1.3% per year in 1973 to about 3.5% in the period until 2009 (Chahrour & Valchev, 2017).

In his works, Stiglitz emphasized several big problems experienced by the international financial system (Stiglitz, 2010; Stiglitz & Greenwald, 2010): 1) high level of global instability due to the volatility of foreign currency rates and unstable capital flows, 2) instability of energy resource prices (primarily of oil) and 3) due to the selection of the growth model mainly based on exports. It caused more than 120 financial crises after 1973, the largest of which was the Great Recession from 2008. D. Rodrik reminds of a series of large currency-financial crises that affected the world starting from 1990s in many countries with growing markets (Rodrik, 2006):

- *Tequila crisis* in Mexico in 1994–1995;
- Turkey in 1994;

³⁴ The Mundell–Fleming model was named after its authors two economists (Fleming, 1962, and Mundell, 1963, who formulated the model autonomously). They expanded the famous *IS-LM model* by including the foreign interest rate and foreign rate of exchange, thus following the macroeconomic balance of open economy (small and big), with fixed and floating rates of exchange, with and without capital control. The model analyses the effect on the monetary and fiscal policy, as well as the overall macroeconomic balance.

- The 1997 crisis in the Far East countries (South Korea, Singapore, Thailand, the Philippines, Malaysia, Indonesia, Japan), which caused great damage to their economies, except for China and Vietnam;³⁵
- Russia in 1998 (whereas Putin came to power afterwards);
- Brazil in 1999;
- Argentina in 2002

The crisis, as a rule, affected the countries with flexible foreign rate of exchange and liberalized foreign trade and capital market; those countries experienced abrupt capital flight, speculative attacks of hedge funds³⁶ on domestic currencies, a series of devaluations and destruction of the domestic financial market and the entire system. The economic crises were further enticed by the IMF, following the policy of the Washington Consensus (the IMF – the World Bank – US Treasury Department – Treasury), which insisted on structural adjustments by the model stabilization-privatization-liberalization; in many cases, it only deepened the crisis, along with huge social, economic and political costs to the countries implementing such stabilization policy of the IMF. Stiglitz wrote about it in detail in his criticism of the IMF (Stiglitz, 2011; 2013; 2015)³⁷

This institution was placed under complete control of the USA, and began sanctioning the countries with the balance of payments deficit, while practically awarding the countries with the surplus and equally contributed to the world instability. The IMF turned into a “civilized debt collector” and, in the event the countries with problems refused the IMF’s recommendations, in the next stage “colour revolutions” or open military interventions of the USA and NATO would follow against the countries that did not accept the standards of neoliberal economy. A direct consequence of frequent crises and international financial instability is an increase in FX reserves of the newly emerging market economies and Third World countries, which are once again denominated in dollars (Bordo & McCauley, 2017a; Bordo & McCauley, 2019). That is how an additional paradox emerges: the position of the dollar as a reserve currency increases financial instability, which calls for the necessary growth of dollar FX reserves in indebted countries! Although the trust in the dollar is weakening, dollar FX reserves are increasing (Kovačević, 2014; Chahrour & Valchev, 2017). Why was there an abrupt increase in FX reserves in dollars after 1990s and the Great Recession? There are several basic reasons:

- 6) a higher level of FX reserves is a supply ensuring easier overcoming of a potential economic crisis, which has been proved by the experience of a number of countries that encountered the crisis; it is self-insurance against a crisis (Rodrik, 2006);

³⁵ China and Vietnam implemented the capital control policy, which enabled them to prevent currency shocks and avoid the financial crisis that affected other economies with open trade and liberalized capital market. It is an important message for a subsequent economic policy

³⁶ Ironically, hedge funds should ensure investors against risks because the term means, “surrounding with a fence”. In reality, Soros and other financial speculators used these funds, or “hot money”, and short-term shocks to the currencies of these countries to lead to great capital flight, destruction of national currencies and making huge gains.

³⁷ For further details, see Stiglitz in the series of books translated to Serbian: *The Great Divide*, Novi Sad: Akademska knjiga, 2015; *Globalization and discontents*, Belgrade: MIBA Books, 2011; *The euro: How common currency threatens the future of Europe*, Novi Sad: Akademska knjiga, 2016. *Freefall: America, free markets, and the sinking of world economy*, Novi Sad: Akademska knjiga, 2013.

- 7) high FX reserves reduce the risk of the occurrence of a crisis and the probability of the occurrence of a crisis, which substantially reduces possible costs incurred in the event of a crisis;
- 8) if a country has a higher level of FX reserves, it can more easily protect the foreign rate of exchange that is, as a rule, overestimated (e.g., in Serbia), but it is the main nominal anchor that prevents shocks to inflation and financial stability (Obstfeld & Rogoff, 2005; Steiner, 2010);
- 9) globalization and financial liberalization itself and the development of the global financial market has led to an increase in the scope of trading with securities and an increase of FX reserves, even in African countries that have a completely different position from the Far East countries (Rodrik, 2006);
- 10) the IMF's policy often encourages developing countries to accumulate FX reserves in order to protect themselves more easily from the strict requirements of the structural adjustment programs, which causes further damage and instability to their economies (Stiglitz, 2010; Stiglitz & Greenwald, 2010).

Dani Rodrik has shown that the difference in interest rates at which the developing countries receive capital (higher interest) and at which they place their FX reserves (lower interest) amounts to minimum 1% of GDP, which is a huge amount of funds and a specific insurance premium that is paid for an increase in FX reserves (Rodrik, 2006). If on the other side there are potential costs of the financial crisis 10% or more of the GDP, then such cost can be justified. A simple example shows that the developing countries take money at the interest rate of 10% (for example, \$1 billion), and the central bank of that country increases FX reserves by the same amount through the purchase of American securities on which it gains interest of 0.5%. That is how on a yearly basis the transfer of wealth is made to the USA in the amount of \$95 million that it can use for its own needs, while the surplus most frequently ends up in the hands of rich individuals and private banks. The increase in FX reserves is particularly characteristic of Asian and Far East countries, which they use to pay their access to the American capital market. This increase in FX reserves, however, reduces global aggregate demand and increases international instability of the financial system.

In order to improve their liquidity in the event of a crisis, vulnerable economies of less developed countries can do three things: 1) increase FX reserves; 2) take loans for the purpose of protecting themselves from crises; 3) reduce short-term loans. Since in the third case, behind indebtedness there are powerful debt lobbies in the country and abroad that try to increase borrowing, the politically most simple way of ensuring the country against a crisis is the increase in FX reserves, which has happened since the beginning of the 1970s, and particularly after the 1990s crisis and the Great Recession. Until the beginning of the 1990s, FX reserves were at the level of 3-to-4-month imports, while today they are at the level of eight-month imports (Rodrik, 2006). Their share in GDP also increases, and after 2000 the so-called *GG rule* followed (after the authors of the proposal, Greenspan and Guidotti)³⁸, according to which the level of FX reserves should correspond to the short-term foreign debt of the given country. Experience shows that all the countries with a

³⁸ Greenspan was the Director of the US Federal Reserve for many years, both praised and disputed, while Guidotti was Deputy Minister of Finance of Argentina.

higher GG coefficient (the FX reserves/short-term debt ratio) were also more resistant to the crisis (Rodrik, 2006).³⁹

It should be recalled that the abandonment of the Bretton Woods system in 1973 introduced yet another phenomenon that increased the role of the dollar as the world reserve currency – so-called Petrodollar. The Petrodollar entered the world financial scene in 1973, when the USA and Saudi Arabia agreed to perform oil calculations and trade in US dollars, while in return Saudi Arabia got a large amount of arms and political support of the USA. Saudi Arabia is the most important member of OPEC and the leader in the world oil production, while the USA is the owner of the dollar and the master of international finance. This further strengthened the position of the dollar, which became not only a key trading instrument in international finance, but also a supply of value. With time, the quantity of the Petrodollar rose to more than \$6,500 billion, which accounted for about 10% of the world GDP and 40% of the US GDP. At the beginning of the 1990s, over 80% of world FX reserves were held in dollars, and about 80% of international payment transactions was executed in dollars. Although the trust in the dollar is dwindling, particularly after the COVID-19 crisis and the war in Ukraine, according to the data presented by R. Kovačević in 2017 (Kovačević, 2017), there are still 60% of the world's FX reserves in dollars, and 85% of all foreign currency transactions are executed in dollars. Here are some data illustrating the movement of international FX reserves:

- In the period 2000–2013, FX reserves increased by 6 times, and by as many as 11 times in the developing countries; the increase in FX reserves is much higher in growing economies and developing countries than in developed Western countries (Kovačević, 2017);
- World FX reserves consist of securities, monetary gold and SDRs, out of which 4,3 thousand billion is in low-interest-rate securities of great liquidity and safety;
- In 1999, FX reserves accounted for 6%, and in 2009, 15% of the world GDP. The average growth rate of FX reserves is accelerated in all countries;
- About 2/3 of the world FX reserves are in less developed countries and growing economies (Asia, China); in these countries, FX reserves accounted for almost 18% of GDP in 2011;
- In 2012, the level of world reserves already reached \$10.5 thousand billion, out of which China accounted for almost 70% (Kovačević, 2012);
- Serbia as a small open economy has the level of FX reserves of about 30% of GDP, out of which 70% in safe securities.

PROBLEMS OF THE WORLD FINANCIAL-MONETARY SYSTEM

The most important problem of the world financial-monetary system is dwindling trust in the dollar as the world reserve currency (Eichengreen, 2011), which is further intensified by the acting of the USA after the outbreak of the war in Ukraine (confiscation

³⁹ For more about the topics regarding foreign exchange reserves, capital market liberalization and global financial stability, see also the analyses: IMF 2010, 2012, 2014.

of Russia's FX reserves) and Russia's response to the US and EU sanctions, as well as the requests of BRICS for the creation of a new balance of payments reserve currency.

Instability and imbalance of international finance are manifested in the form of increasing budget deficits and current transaction balances (*"twin deficits"*), whereas the US public debt has reached 130% of GDP.⁴⁰ The annual US current accounts deficit is \$800 billion, with a growing tendency. The second problem is the slow growth of the EU, which has already entered the problem of secular stagnation, while the third problem, which has been present in international relations for years, is the underestimated yuan that generates Chinese surplus of \$150 billion per year (Stiglitz, 2010; Stiglitz & Greenwald, 2010).

As for instability of international finance, there are two alternative models, i.e., two explanations (Stiglitz, 2010; Stiglitz & Greenwald, 2010).

The first model starts from the fact that excessive consumption in the USA (high budget deficit, partly because of huge expenditures for the military-industrial complex and military interventions) causes the current balance deficit, which is then financed by cheap inflow of capital from abroad. That is the twin deficit model. However, Stiglitz and Greenwald showed that the current balance deficit increases independently of the budget deficit and that there is no causal-econometric dependence between these two balances.

The second model is the model of savings saturation model, where causality goes from the countries with savings surplus over investments (China and the Far East), so that the funds with foreign direct investments and Petrodollars go towards the USA, where the capital market is deep, wide, safe and high-yielding. Therefore, demand for the dollar is increasing because a) the volume of international trade is increasing; b) the policy of the USA and the IMF encourages larger FX reserves as a warranty from the outbreak of crises, which are exactly the consequence of the economic policy of the above-mentioned subjects. It means that the USA intentionally create instability that causes crises and increasing needs for FX reserves in dollars and American securities. In that model, the US budget deficit is endogenous, while capital inflow is exogenous – the causal factor of growing financial instability, the USA appears as a world consumer in the last instance (affecting global aggregate demand) and as a country with trade deficit in the last instance, while other countries generate surplus that has a deflationary and recessive effect on the overall world economy.

The trust in the dollar as a supply of value is undermined by the US high trade deficit and high public debt, as well as growing inflation that since the outbreak of the war in Ukraine has risen to more than 10% a year, which is a record in the past 40years! What is a possible alternative to the dollar as the world reserve currency? First, the yuan, due to the increasing importance of Chinese economy; second, a type of a synthetic currency such as SDRs, or bankor, which was proposed by great economist Keynes (Cooper, 2009) back in 1944.

That is why here we will briefly explain the role of special drawing rights (SDRs) as a potential synthetic reserve currency created by the IMF as early as the 1960s (Stakić, 2012). The Amendments to the IMF Statute from 1967 introduced special drawing rights (SDRs) with the aim of improving international liquidity and being a more reliable reserve currency than the dollar used to be. The creation of SDRs began in 1969 with the same parity as the dollar. The currency was synthetic because its value was calculated on the

⁴⁰ For more details about finance management in the public sector, see: Dželetović, 2016.

basis of the currency basket of 16 countries whose ponderers corresponded to the shares in world exports. As of 1981, the currency basket includes only five strongest currencies: the dollar, the German mark, the pound, the yen and the French franc while ponderers changed occasionally. However, SDRs were not accepted as a reserve currency because the USA was against them. The emission was rather limited and without any major effect on international liquidity, and SDRs were not accepted as a currency in private transactions either, nor could they be simply converted into other currencies. The scope of SDRs that could be used by the member countries depended on the quota within the IMF funds and was rather limited, insufficient for bridging the balance of payments problems. There are numerous ideas about the reform of SDRs so that they could correspond to their role more efficiently, but we will speak about it in detail in the final chapter.

The world is currently in a type of a stalemate because everyone can perceive the faults of the dollar, wanting to get free from the dependence on the USA because, in line with its political agenda, the USA can easily impose dollar sanctions on any country that is not implementing the US policy. Moreover, the high public debt and growing inflation in the USA do not seem encouraging for dollar reserve holders in less developed countries. The official initiative for the formation of a reserve currency as an alternative to the dollar was also made by BRICS, an increasingly influential international association consisting of Brazil, Russia, India, China and the South African Republic.⁴¹ Even though BRICS is not an organization of the EU type, but rather like G7, mainly relying on cooperation, Russia and China as the backbone of BRICS addressed a challenge to the USA in the direction of political and economic multipolarity, with the aim of reducing the importance of the dollar and, together with it, the dominant influence of the USA that abuses its position of the country that owns the world reserve currency. Although the share of the dollar in world financial transactions, foreign exchange affairs and reserves is gradually declining (from 80% to 60%), it is still dominant, with no real alternative, in the opinion of many theoreticians (Cooper, Chahrour, Valchev, Kovačević, to name but a few). Nevertheless, the share is growing of bilateral currency arrangements, regional currency agreements and the yuan which, because of the power of Chinese economy, can be a potential alternative in the future.

PROPOSALS FOR THE REFORM OF THE INTERNATIONAL FINANCIAL-MONETARY SYSTEM

After the Great Recession, in 2009, the United Nations established the UN Expert Commission for the reform of *the international financial-monetary system*, which was chaired by Nobel Prize winner Stiglitz and which proposed a series of reform steps in the

⁴¹ At a meeting in Yekaterinburg in 2008, BRIC was established – an international economic association consisting of Brazil, Russia, India and China. In 2011, the South African Republic joined the association and that is how BRICS was formed. In 2014, BRICS also established the Development Bank in Brazil, with the initial capital of \$50 billion and the headquarters in Shanghai. The association has an increasing economic and political effect, with the aim of being the counterweight to the Western countries. During 2022, Argentina, Turkey, Iran and Saudi Arabia expressed their willingness to join BRICS

spirit of Keynes's earlier ideas (Stiglitz, 2010; Stiglitz, & Greenwald, 2010). The reform sees the prerequisites in better global coordination of economic policies and substantially better financial regulation (poor regulation caused the 2008 crisis). The core idea is to emit the world reserve currency that would be proportional to the growth in foreign exchange reserves in the world. In that case, there would be neither inflation nor negative effects on aggregate demand. The countries with the balance of payment problems would receive the sufficient amount of this currency for establishing the balance and stability, while the countries with the surplus would pay the default interest that might be used for the reduction of poverty in the world or of global environmental pollution. Stiglitz believes that, if the countries with the imbalance in foreign trade exchange could automatically use SDRs or bankor, they would not accumulate their FX reserves and thus they would also avoid political conditioning.

Another initiative is the so-called *Chiang Mai*, named after the city in Thailand where it was presented at the 2000 meeting of the Asian Development Bank with a set of bilateral currency arrangements. In 2010, the idea turned into a multilateral currency agreement of 10 countries of ASEAN plus China, Japan and South Korea, with the fund that first amounted to \$120 billion and was then increased to \$240 billion. The aim was to overcome more easily currency crises, such as the one from 1997 and to prevent those countries from relying too much on the policy of the IMF and the USA. That is how regional FX reserves and the reserve currency appeared, a type of Asiabankor with the regional reserve fund. That is exactly the decentralization model spoken about and previously proposed by Tobin (Tobin, 1978).

There is an idea regarding SDRs that would enable their acceptance by both private holders and private financial markets, so that it could turn into a real currency with the possibility of convertibility, while the IMF should emit bonds that would be to the benefit of special drawing rights. This idea is similar to Stiglitz's proposal, with much more easily available credit lines for balancing the member countries' balances of payments. Unlike Stiglitz, Cooper thinks that the idea is hardly feasible because of a series of practical problems with SDRs, such as SDR emission, difficult acceptability to the private sector, necessary modification of the rules and manner of work of the IMF, where political obstruction might occur (Cooper, 2009). In 2010, the Governor of the Central Bank of China made an initiative for the formation of a type of a substitution account through which central banks could exchange their FX reserves in dollars for SDRs (Cooper, 2009), but also for other currencies with the aim of avoiding the foreign currency risk in the event of abrupt loss of the dollar value in a dramatic scenario.

The euro and the yen cannot replace the dollar as reserve currencies because their relative economic and political significance is declining, and the EU will be particularly affected by the Russian sanctions after the outbreak of the war in Ukraine.⁴² Currently, the euro has dropped in relation to the dollar and, although the European Central Bank has finally increased interest rates, the position of the euro is still weak.⁴³ As a potential alternative to the dollar, the Chinese yuan is increasingly mentioned, but for the time being there are

⁴² For more details about the euro and monetary integrations, see: Dželetović & Šubara, 2017.

⁴³ For years, the rate of exchange between the euro and the dollar was about 1.2 dollars for one euro. After the outbreak of the Ukrainian crisis, the EU faced huge economic problems, while the ECB rather slowly increases the interest rate, while inflation has exceeded the limit of 12%. It weakened the euro so that currently the rate of exchange between the euro and the dollar is 1 to 1, which is

several issues in that respect. First, China has no such developed financial market as the USA; second, the yuan is not convertible for transactions on the convertible account (China has capital control, which protected it from the 1997 crisis). For years, the yuan has been underestimated, which helps China to create the surplus in the current balance, while the cessation of the state intervention will weaken China's foreign trade position and reduce FX reserves. Of course, China can replace the dollar by the euro, sell American securities (and it is doing so), change the structure of the securities, but all those measures pose substantial costs to China's economy (Cooper, 2009). If China abruptly disposed of American securities, the dollar would drop and the value of the securities would be destroyed for China itself. Potential liberalization of the capital market in China would increase investments of private investors abroad and certainly reduce the purchase of securities in the US market by the Chinese central bank. However, the growth of Chinese economy inevitably leads to a type of internationalization of the yuan and, just as the dollar with the US economic domination displaced the pound and became the main world currency, the same fate is likely to be in store for the yuan. The first step is the yuan domination in Asia, gradual liberalization of the capital market and increase in bilateral arrangements in yuans, which is currently done in the trade between Russia and China, Iran and China and, most recently between China and Saudi Arabia, thus gradually reducing the influence of the Petrodollar. In addition, there is an idea for the creation of the golden yuan that would be an instrument of payment covered by gold, and convertible to gold at a defined rate of exchange.

Gita Gopinath, the researcher of this topic and the IMF Deputy Managing Director, warns of the gradually increasing influence of regional currencies and bilateral currency arrangements⁴⁴ and of the dollar and the euro remaining as dominant currencies in the territory of the EU and the so-called collective West, which is now below 40% of world economy. Russia in particular insists on bilateral currency arrangements and it already has such relations with China, India, Iran, Saudi Arabia and probably with Turkey. After the sanctions were imposed on Russia, the ruble became significantly stronger and Russia also introduced the possibility of the ruble convertibility for gold at the rate of exchange of 5,000 rubles for one gram of gold.⁴⁵ Now Russia insists on the EU countries paying for its gas in rubles, and there is an initiative for extending it to agricultural products as well. Along with the BRICS initiative, these are the greatest challenges to further domination of the dollar.

the historical minimum of the value of the euro, with the tendency of further decline in relation to the dollar.

⁴⁴ Gita Gopinath in her interview for the *Financial Times*, taken from *Politika* of 5 September 2022.

⁴⁵ Russia undertook a whole series of measures to protect the financial system and the ruble. The ruble convertibility for gold was introduced at the fixed rate of exchange of 5,000 rubles for one gram of gold. Gold reserves of over 2,300 tons were accumulated, in the value of more than \$500 billion, and FX reserves in the amount of about \$600 billion. The foreign debt is relatively small – below 20% of GDP. Capital control was introduced, and the possibility was limited of taking out a large amount of money from the country. Interest rates were raised to 20% and then reduced. The payments in rubles were introduced for gas and other export products. The result of the combined measures is the stronger and stabilized ruble in relation to the dollar. All the measures were aimed at increasing demand for the ruble. The inflation that increased to about 20% is under control now, with the tendency of reduction in the second half of 2022.

Farhi and Maggiori analyzed in detail different options possible in the reform of international finance and dollar replacement (Farhi & Maggiori, 2017). They singled out several possible directions of the reform:

- A) The hegemon's world (the dollar) or the multipolar world (the yuan, the BRICS currency) (Fратиани, 2012; Eichengreen, 2011).
- B) The model with ample reserve assets (bankor or SDRs).
- C) The gold standard with the fixed rate of exchange, as opposed to the floating one at the moment.

The authors believe (as agreed by Stiglitz too) that the world with more reserve currencies would be economically less stable and that a global reserve currency is a better solution. Re-introduction of the gold standard would also have a deflationary effect and consequences due to more difficult adjustments, smaller flexibility and increasing unemployment. On the other hand, this would lead to greater stability of foreign rates of exchange, lower inflation, balance of payments equilibrium and rare occurrence of international crises.

Russia's victory in Ukraine and China's leadership in economy might symbolically and essentially mark the end of American hegemony and domination in international economic institutions, the leading role of the dollar and military supremacy. It would be the end of *Pax Americana*, just as the end of *Pax Britannica* also meant the end of the British pound domination. Possible costs to the USA are: 1) America would find it harder to service easily its trade and budget deficit; 2) it would further threaten the US fiscal position, its growth, international competitiveness and financial position, as well as the power of the capital market; 3) it would deprive the USA of the funds for armament, investments in the military sector, military bases throughout the world and wars of conquest; 4) it would make it impossible for the USA to appropriate real goods by printing dollars with no countervalue (emission income); 5) it would lead to the weakening of the dollar position, the abandonment of dollar reserves and the disposal of securities.

Ever since 2008 and the Great Recession, it has been stated that the IMF, the World Trade Organization and other international economic and financial institutions are profoundly unjust, that they favoured the foreign trade position of the USA and the Western countries, that they lead to the world inequality in the distribution of income and that they follow a neoliberal agenda that suits the super-rich class (Dimitrijević, 2014). The IMF itself contributed to numerous crises in the world, intensified and exacerbated them (many examples from Latin America, Africa and Asia) by representing the service of the economic policy of the West and the US, with a series of political conditions and huge social costs. Within the IMF, the expert team paid attention to the matters of unequal distribution of income, the decline in global aggregate demand, the need for the IMF programs to be less rigid and more flexible, which has been observed in the past few years. However, the reforms of the IMF and the World Bank are proceeding rather slowly; there is a discrepancy between those who are the creative part of the team and those who have power in the IMF (executive directors and leading Western countries), so that the reforms are mainly of cosmetic nature⁴⁶ (Rodriguez, 2017; Ocampo, 2001). The USA will not renounce

⁴⁶ For further detail about it, see excellent master's paper: Rodriguez C., *The Case of the International Monetary Fund and the 2008 Global Financial Crisis*, 2017. <https://www.e-ir.info/2017/11/29>.

willingly and easily the leading role of the dollar and the dominant position in international institutions. The belief remains that it will be forced into it by the outcome of the war in Ukraine, strengthening Chinese economy, the onset of the multipolar world and further weakening of Western economies, as already announced by the first results of economic trends in the USA, EU and G7 in 2022.

Potential direction of the changes are: 1) greater influence of the BRICS countries and growing economies on the IMF, the World Bank and the World Trade Organization; 2) statutory and institutional changes that will mean the change in the manner of making decisions and directing funds within these institutions; 3) change of priorities in the goals and work of these institutions towards greater equality, equitability and economic growth; 4) abandoning the dollar as a reserve currency and transformation of the IMF in the direction paved by Keynes, Stiglitz and other responsible economists; 5) increasing the role of regional development institutions (Asian Development Bank, Asian Infrastructure Investment Bank, BRICS, Eurasian Economic Union – EAEU). We believe that Russia's special operation in Ukraine has triggered changes in international economic relations towards multipolarity, which are unstoppable and lead to radical improvement of economic relations in the world.

CONCLUSION

International economic relations are characterized by unequal distribution of income that is increased at the cost of less developed countries, by inequality in decision-making in favour of wealthier countries and individuals, and the crisis of the dollar as the world reserve currency. The neoliberal economic model, which was mainly applied by the IMF, the World Bank, the World Trade Organization and the EU, experienced its historical failure and must give its place to a more balanced economic policy and multipolarity in geopolitical, economic and political relations. The application of the neoliberal economic policy, the dollar abuse and the US economic-political hegemony characterized by the liberalization of capital flows, the floating foreign exchange rate and excessive printing of the dollar, led to constant financial crises, instability in international finance, increasing prices and slower economic growth. China and Russia within BRICS challenged the hegemony of the USA and the dollar, so the process of change in international institutions is unstoppable. In the first stages, it will probably lead to the reduced role of the dollar as a reserve currency and the emergence of a rival reserve currency, as well as strengthened effect of bilateral currency arrangements. Seen from short- and long-term perspectives, the reform of the international economic system might lead to the creation of a central bank and a synthetic reserve currency that would more easily resolve balance of payment problems in world economy, and lead to faster economic growth and reduction of the differences in wealth and development between the West and the remainder of the developing world. An alternative to it, in the event of failure, is the interruption in positive aspects of globalization, division of the world into blocs, and closing economic flows within completed geopolitical spheres of influence (USA – Russia – China), which would be much less favourable solution in economic and developmental terms.

REFERENCES / ЛИТЕРАТУРА

- Bernanke, B. (2005). *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, VA.
- Bordo, M. D., & McCauley, R. N. (2019). Triffin: dilemma or myth?. *IMF Economic Review*, 67 (4), 824–851.
- Bordo, M., & McCauley, R. N. (2017). A Global Shortage of Safe Assets: A New Triffin Dilemma?. *Atlantic Economic Journal*, 45 (4), 443–451.
- Campanella, E. (2010). The Triffin dilemma again. *Economics*, 4 (1).
- Chahrouh, R. and R. Valchev (2017). International Medium of Exchange: Privilege and Duty, Working papers. Deputy of Economics, Boston College. Available at: <https://www.bc.edu/content/dam/bc1/schools/mcas/economics/pdf/working-papers/wp934.pdf>
- Cooper, R. (2009). The future of the dollar, Peterson Institute for International Economics, *Policy Brief*, Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics.
- Dimitrijević, B. (2014). The great recession and failure of economic liberalism. In B. Dimitrijević (ed.) *The great recession and the crisis of neoliberal economics* (79–108). Sremska Kamenica: EDUCONS Univerzitet [In Serbian]
- Dželetović, M. (2016). *Public sector financial management*. Beograd: Institut za međunarodnu politiku i privredu. [In Serbian]
- Dželetović, M. & Šubara, Lj. (2017). *Euro and monetary integrations*. Beograd: Institut za međunarodnu politiku i privredu. [In Serbian]
- Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant privilege: the rise and fall of the dollar and the future of the International Monetary System*. New York: Oxford University Press
- Farhi, E., & Maggiori, M. (2018). A model of the international monetary system. *The Quarterly Journal of Economics*, 133 (1), 295–355.
- Fratianni, M. (2012). The future international monetary system: Dominant currencies or supranational money? An introduction. *Open Economies Review*, 23(1), 1–12.
- Gourinchas, P. O., Rey, H., & Govillot, N. (2010). *Exorbitant privilege and exorbitant duty* (Vol. 10-E-20). Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.
- Greenwald, B. & J.E. Stiglitz (2010). A Model Proposal for International Financial Reform. In S. Griffith-Jones, J.A. Ocampo and J. Stiglitz (eds). *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*. New York: Oxford University Press.
- IMF (2010). *Reserve Accumulation and international Monetary Stability*. Washington: International Monetary Fund
- IMF (2012). *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*. Washington, D. C.: The International Monetary Fund.
- IMF (2014). *Global Financial Stability Report Moving from Liquidity – to Growth-Driven Markets*, April. Washington, D. C.: The International Monetary Fund.
- Kovačević, R. (2012). International reserves as the factor of stability in crisis conditions. *Bankarstvo Journal*, (6), 12–37 Available at <https://www.casopisbankarstvo.rs/en/previous-issues/i-bankarstvo-i-journal-issue-6-2012/international-reserves-as-a-factor-of-stability-in-times-of-crisis> [In Serbian]
- Kovačević, R. (2014). Dollar as the global reserve currency – challenges and perspective. *Bankarstvo Journal*, (6), 16–41. doi: [10.5937/bankarstvo1406016K](https://doi.org/10.5937/bankarstvo1406016K)

- Kovačević, R. (2018). Whether the Triffin dilemma is still valid. *Economic ideas and praxis*, 28.
- Krugman, P. (2007). Will there be a dollar crisis?. *Economic Policy*, 22 (51), 436–467.
- Meltzer, A. H. (1991). US policy in the Bretton Woods era. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 73 (3), 54–83.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. S. (2005). Global current account imbalances and exchange rate adjustments. *Brookings papers on economic activity*, 2005(1), 67–146.
- Ocampo, J. A. (2011). *Reforming the International Monetary System*, WIDER Annual Lecture 14. Helsinki: UNU World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER).
- Rodrik, D. (2006). The social cost of foreign exchange reserves. *International economic journal*, 20(3), 253–266.
- Roubini N., *Is Stagflation Coming*, Project Syndicate
- Stakić, B. (2012). *International financial institutions*. Beograd: Univerzitet “Singidunum”. [In Serbian]
- Steiner, A. (2010). *Central Banks’ Dilemma: Reserves Accumulation, Inflation and Financial Instability*. Graduate School of Economic and Social Sciences, University of Mannheim, Germany.
- Stiglitz, J. E. (2004). Economics of the public sector. Beograd: Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu. [In Serbian]
- Stiglitz, J. E. (2011). *Globalization and discontents*. Beograd: MIBA Books. [In Serbian]
- Stiglitz, J. E. (2013). *Freefall: America, free markets, and the sinking of world economy*. Novi Sad: Akademska knjiga. [In Serbian]
- Stiglitz, J. E. (2015). *The Great Divide*. Novi Sad: Akademska knjiga [In Serbian]
- Stiglitz, J. E. (2016). The euro: How common currency threatens the future of Europe. Novi Sad: Akademska knjiga [In Serbian]
- Stiglitz, J. E., & Greenwald, B. (2010). Towards a new global reserve system. *Journal of globalization and development*, 1(2).
- Tobin, J. (1978). A Proposal for International Monetary Reform. *Eastern Economic Journal*, 4(3/4).
- Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven: Yale University Press.