MEĐUNARODNI FINANSIJSKI I MONETARNI SISTEM – PRVO PREDAVANJE

Funkcionalan međunarodni monetarni sistem (MMS) treba da obezbijedi zadovoljavajuću

međunarodnu likvidnost i omogući nesmetane tokove novca i kapitala u svjetskoj privredi. U

uslovima krize od njega se očekuje da olakša protok kapitala radi eliminisanja neravnoteža koje

vode krizi. Osnovna poluga MMS-a u poslijeratnom periodu bila je konvertibilnost dolara u zlato,

što je omogućilo da američka valuta postane svjetska rezervna valuta. Monetarna politika SAD je

u ovom monetarnom sistemu preuzela ulogu kreatora međunarodne likvidnosti.

Kad je 1971. godine američki predsjednik Nikson ukinuo zlatno pokriće dolara, to je dovelo do

raspada Bretonvudskog sistema, dolar je otpočeo slobodno plivanje, ali je do danas zadržao

poziciju ključne svjetske rezervne valute. Svjetska finansijska kriza iz 2008. godine podsjetila je na

manjkavosti sadašnjeg MMS-a, jer je kolebljiva vrijednost dolara nametnula rizik držanja ove

valute u deviznim rezervama centralnih banaka. Obnovljeni su prigovori zemalja sa najvećim

deviznim rezervama na svijetu o "neodmjerenoj privilegiji" SAD u MMS-u, kako je to

svojevremeno nazvao Šarl de Gol. Impulsi monetarne politike zemalja čije valute spadaju u klub

vodećih svjetskih valuta (prije svega SAD, evrozone i Japana) prenose se van granica ovih zemalja

i utiču na ostale zemlje u globalizovanoj svjetskoj privredi.

Današnji MMS čine nacionalno usmjerene monetarne politike u okruženju koje karakteriše

postojanje globalnih kompanija, ključnih valuta i globalnih tokova kapitala. Postavlja se pitanje

da li lokalno definisani ciljevi u sprovođenju monetarne politike odgovaraju globalnom sistemu?

Opravdanost ovog pitanja posebno se odnosi na područje kreiranja likvidnosti, gde se tokovi

likvidnosti jedne privrede prepliću sa ostatkom svijeta, i mogu pojačati neravnoteže u datoj

privredi. Današnji MMS ne poseduje mehanizme kojima bi sprečio formiranje finansijskih

neravnoteža, niti signalne mreže kojima bi nagovijestio njihov dolazak.

Regulatorne mjere koje se preduzimaju u cilju otklanjanja ovih slabosti i jačanja otpornosti

finansijskog sistema nisu dovoljne. Za razliku od Bretonvudskog sistema koji je imao američki

dolar kao nominalno sidro, današnji MMS nema više jednu valutu kao monetarno sidro, pa se

nameće potreba jačanja međunarodne saradnje kako bi se ustanovila jedinstvena pravila, koja bi

Stranica 2 od 19

važila za sve učesnike. Danas većina centralnih banaka u svijetu targetira domaću inflaciju uz

plivajući devizni kurs nacionalne valute. Alternativno, sprovodi se politika kontrolisane

fleksibilnosti, koja je u skladu sa nacionalnim ciljevima. Još uvek se traga za okvirom koji bi

objedinio finansijsku stabilnost i monetarnu politiku. To je ujedno jedan od najvećih izazova za

centralne banke u narednim godinama. Mada je Međunarodni monetarni fond (MMF) od 1945.

do danas najvažnija institucija za brze kreditne intervencije u slučajevima kriza.

Slabosti međunarodnog monetarnog sistema

Zamjenljivost dolara za zlato (35$ za uncu zlata) u Bretonvudskom sistemu djelovala je umirujuće

na centralne banke u svijetu, koje su u posleratnom periodu akumulirale dolarsku aktivu. Sve dok

su zamjene dolara za zlato bile povremene i u manjim iznosima, ovaj model međunarodne

likvidnosti nije ograničavao američku monetranu politiku. Zbog povjerenja u spremnost SAD da

konvertuje dolare u zlato, centralne banake su bile voljne da povećavaju udio dolara u svojim

deviznim rezervama. Česta potreba za intervencijama na deviznom tržištu nosila je obavezu svake

centralne banke da u svojim deviznim rezervama drži poveću količinu dolara, kako bi uvek mogla

da blagovremeno interveniše na deviznom tržištu.

U režimu fiksnih deviznih kurseva, dolar se odvojio kao svetska rezervna valuta. Međutim,

početkom 1960-ih poznati ekonomista Robert Trifin (Robert Triffin, 1960) sa Univerziteta Jejl je

skrenuo pažnju na problem poverenja kao dugoročni problem Bretonvudskog sistema. On je

zapravo otkrio da je porast dolarske active kod centralnih banaka u svijetu doveo do toga da je

iznos dolarskih rezervi premašio američke zalihe zlata. To je značilo da američka centralna banka

- Fed (Federal Reserve System - Fed) više nije bio u stanju da otkupi sve dolare ako bi strane

centralne banke poželele da svoje dolarske rezerve razmijene za zlato. Trifin je zaključio da bi

naglo poraslo nepoverenje centralnih banaka, ako bi sve one zajedno odlučile da razmene svoje

dolarske rezerve za zlato. To je bio veliki rizik za tadašnji MMS, što je dovelo do postepenog

slabljenja sistema fiksnih deviznih kurseva i konačanog sloma Bretonvudskog sistema početkom

1970-ih. Dakle, sve do 1973. godine, američki dolar je bio vodeća rezervna valuta u svijetu, jer je

velika većina zemalja vezivala svoju valutu za američki dolar I održavala fiksan devizni kurs prema

Stranica 3 od 19

dolaru. U ovom sistemu SAD je posjedovala autonomiju monetarne politike, koju je mogla da

koristi za sopstvenu makroekonomsku stabilizaciju.

Međutim, autonomija monetarne politike je značila da SAD, kao zemlja svjetske rezervne valute,

može da utiče kako na sopstvenu tako i na inostrane privrede. Očigledno je da su SAD u

Bretonvudskom sistemu imale moć da "izvoze" svoju monetarnu politiku, dok su ostale centralne

banke morale da se odreknu autonomije sopstvene monetarne politike, "uvozeći" američku

monetarnu politiku, nerijetko sa obeležjima inflacije. Zbog ove "preterane" moći SAD, u

tadašnjem MMS-u su se javili sporovi, koji su doprinijeli propasti Bretonvudskog sistema.

Kada je u avgustu 1971. američki predsednik Nikson prekinuo dotadašnju zamjenljivost dolara za

zlato, bio je to nagovještaj da je došao kraj sistemu fiksnog deviznog kursa dolara. Međutim, i

poslije prelaska na sistem plivajućih deviznih kurseva, dolar je i dalje zadržao dominantnu ulogu

u valutnoj strukturi svjetskih deviznih rezervi .

Uvođenjem eura ova valuta je postala njegov glavni suparnik u toj ulozi. Tražnja za deviznim

rezervama u svijetu je u porastu posle izbijanja svjetske finansijske krize 2008. godine. Mada su

SAD bile snažno pogođene krizom, očekivanja da će to dovesti do slabljenja međunarodne

pozicije dolara nisu se ostvarila. Slabost američke privrede bila je praćena jačim prisustvom

dolara na međunarodnoj sceni. Zemlje sa tržištem u nastajanju (emerging countries) su povećale

svoje devizne rezerve, uglavnom u dolarskim partijama od vrijednosti. Dolar se opet pokazao kao

sigurna luka u mutnim vremenima, bez obzira na to što je takvo vrijeme došlo iz SAD.

Labavljenje monetarnih stega u SAD, kako bi se privreda izvukla iz recesije, takođe je doprinijelo

porastu međunarodnih rezervi u dolarima, jer zemlje sa tržištem u nastajanju otkupljuju dolare

kako bi spriječile da njihove valute ojačaju spram dolara. Time štite konkurentnost svog izvoza.

Ovakvo ponašanje inostranih centralnih banaka olakšava međunarodnu dominaciju dolara.

Banke i multinacionalne kompanije u svijetu pozajmljuju kapital emitujući obveznice koje glase

na dolare. Zbog ove uloge kao valute finansiranja, dolar jača i u vrijeme krize. Dolar je u vrijeme

krize privlačna valuta za mnoge zemlje jer dolarska aktiva uvijek zadržava vrijednost naspram

dolarskog duga. Za zemlje koje povećavaju devizne rezerve izuzetno je značajno da aktiva u kojoj

ih drže bude što sigurnija, jer ih one koriste za održavanje likvidnosti.

Stranica 4 od 19

Pojačana tražnja za deviznim rezervama u vrijeme krize oživljava staru Trifinovu dilemu. Naime,

da bi se zadovoljila tražnja za rezervama, razvijene zemlje, prije svega SAD, povećavaju javni dug.

S obzirom na dostignutu zaduženost, rast javnog duga može potkopati kredibilitet države da na

vrijeme obavlja službu duga. To može povećati tražnju za sigurnim aktivama u vidu opreznosne

štednje. Pojačana (prekomjerna) tražnja za hartijama od vrijednosti (HoV) američkog Trezora

obara riziko premiju i realnu kamatnu stopu na američke državne HoV, što, zatim, podstiče

inovacije i porast leveridža u bankama. To, naposletku, povećava osjetljivost američkog

finansijskog sistema.

Posebno je pitanje upravljanja deviznim rezervama. Jedan fenomen izuzetno je važan za zemlje

sa tržištem u nastajanju. Naime, centralne banke ovih zemalja uspešno recikliraju svoje devizne

rezerve na tržište SAD kao globalnog finansijskog posrednika.

Zatim se ta sredstva preko američkih banaka I korporacija vraćaju u ove zemlje. Ovakvi tokovi

kapitala ne samo da su skupi za ove zemlje, već nose i moguće destabilizujuće impulse.

Uprkos tome, od rezervi se očekuje da olakšaju međunarodne transakcije, posebno u vrijeme

neočekivanog pada izvoznih prihoda. Lokalni šokovi, kao uobičajen dekor u današnjem svijetu,

podstakli su kontinuiran rast deviznih rezervi, posebno kod siromašnijih zemalja. S obzirom na

visoke troškove kriza, ove zemlje su snažno motivisane da povećavaju devizne rezerve. Centralne

banke svoje devizne reserve uglavnom plasiraju u američke državne HoV, sa niskim prinosima i

velikom sigurnošću da se uvijek mogu pretvoriti u likvidna sredstva. Otuda velika tražnja za

dolarskim HoV.

Vrijeme dolara kao stabilnog nominalnog sidra i njegove zamjenjivosti za zlato u Bretonvudskom

sistemu je prošlo. Međutim, stanje u MMS-u potvrđuje da je dolar do današnjih dana zadržao

status svjetske rezervne valute. Zbog toga se uticaj monetarne politike Fed-a i danas prostire

daleko van granica SAD. Međunarodnu transmisiju impulse monetarne politike zemalja, čije

valute čine mrežu glavnih međunarodnih valuta, danas potpomaže velika mobilnost finansijskog

kapitala. Nacionalni režimi monetarne politike, uglavnom usmjereni na stabilnost cijena, utiču na

okruženje i zbog visoke integrisanosti nacionalnih finansijskih tržišta. Jedino veće ograničenje

međunarodnog kretanja kapitala su međunarodni standardi (posebno Bazel II I Bazel III), kojima

se nadgledaju međunarodne finansijske transakcije i kreditna aktivnost banaka. Za razliku od

Stranica 5 od 19

Bretonvudskog sistema, koji nije bio izložen značajnijim finansijskim poremećajima, današnji

monetarni režimi su uspešniji u postizanju cjenovne stabilnosti, ali su ranjiviji na području

finansijske stabilnosti. Snažna međunarodna mobilnost kapitala pruža pogodan okvir za

međunarodnu transmisiju slabosti i manjkavosti domaćih monetarnih politika zemalja vodećih

valuta u svijetu.

Međunarodno preplitanje režima monetarne politike

Liberalizacija međunarodnog kretanja kapitala omogućila je širenje uticaja monetarne politike

Fed-a i evro zone na ostale zemlje.

Mada američki dolar odavno nema zlatno pokriće, ova valuta i dalje igra ključnu ulogu u svjetskoj

privredi, prije svega u međunarodnoj trgovini i međunarodnim finansijama. Zastupljenost dolara

u deviznim transakcijama u svijetu od 87% u aprilu 2013. svojevrsna je potvrda međunarodnog

statusa ove valute (tabela 1). Valutna struktura deviznih rezervi u svijetu takođe potvrđuje

dominaciju dolara, a ista valuta je najzastupljenija i u fakturisanju i obračunu međunarodne

trgovine (više od polovine vrijednosti svjetske trgovine).

Uvođenje eura nije bitnije uticalo na međunarodnu poziciju dolara. Mada je dolar tokom 1970-ih

značajnije depresirao, gubitak vrijednosti nije umanjio njegovu ulogu kao sredstva očuvanja

vrijednosti. To potvrđuje učešće dolara u svjetskim deviznim rezervama od preko 60% u 2014.

godini (grafikon 1), što je skoro tri puta više od učešća eura (grafikon 2). Prema podacima SWIFT- a, američki dolar je bio najzastupljenija valuta u međunarodnim plaćanjima sa učešćem od 43%

u svim transakcijama. Početkom 2014. dolar je pretekao euro, koji je treću godinu uzastopno

zabeležio pad u ovoj ulozi. Ova tendencija delimično se duguje neusklađenom privrednom ciklusu

između SAD i eurozone, a takođe je pod uticajem depresijacije eura prema dolaru (ECB, 2015, str.

33).

Tabela 1. - Izabrani pokazatelji internacionalizacije vodećih svjetskih valuta

Stranica 6 od 19

Napomene:

1 Pojedinačni udjeli čine sumu od 200%, jer svaka transakcija obuhvata dvije valute.

2 Udjeli su izračunati prema podacima IMF iz baze podataka COFER.

3 Sirove ocjene BIS-a, prema podacima Narodne banke Kine iz publikacije Report on renminbi

internationalization, jun 2015.

4 Širi obuhvat, uključujući intra eurozonu.

5 Minimalni udio zasnovan na međunarodnim bankarskim depozitima denominiranim u

renminbiju.

Glavna karakteristika rezervne aktive, sa stanovišta centralne banke koja povećava devizne

rezerve, je da je ona likvidna i da ima predvidivu vrijednost. Mada je kretanje deviznog kursa

teško pouzdano predvidjeti, kad zemlja zapadne u krizu po pravilu nacionalna valuta depresira u

odnosu na dolar. U slučaju globalnih kriza, dolar se uglavnom pojavljivao kao sigurno utočište za

investitore u ovu valutu, pa je to razlog njegove privlačnosti kao rezervne aktive.

Ovaj poriv još uvek nadvladava mogući rizik gubitka vrednosti uslijd depresijacije dolara. Evropska

centralna banka (ECB) zauzima neutralan stav u pogledu međunarodne uloge dolara, koja je, kako

se ističe, tržišni fenomen. Međutim, naglašava se da ECB, starajući se o cjenovnoj i finansijskoj

stabilnosti eurozone, indirektno doprinosi povećanju međunarodne uloge uvra (ECB, 2015).

M e đ u n a r o d n a uloga kineskog juana (renminbi) još uvijk je ograničena u poređenju sa

dolarom i eurom. Dalja internacionalizacija juana zavisiće od toga da li će Kina uspjeti da

preusmjeri privredu od investicija prema potrošnji, kako bi izbegla zamku srednjeg dohotka

(middle-income trap). Još uvek prisutna ograničenja u računu kapitala takođe umanjuju

privlačnost juana za inostrane investitore (Eichengreen, 2013).

Ako se svetska privreda podijeli u tri valutne zone (zona dolara, eura i japanskog jena, shodno

usklađenosti kretanja nacionalnih valuta sa ove tri referentne valute), dolazi se do zaključka da je

dolarska zona 2014. činila 60% svetskog BDP-a, što je znatno više od udjela SAD u svjetskom BDP,

koji se kreće oko 25% (BIS, 2015, str. 87). Ovaj indikator ubjedljivo pokazuje da je uticaj američke

Stranica 7 od 19

monetarne politike snažan i izvan područja SAD. On se ogleda u dejstvu na kamatne stope i na

aktivu i pasivu nerezidenata denominiranu u dolarima. Slično djeluje i monetarna politika ECB-a.

Međunarodno kreditiranje kao kanal monetarne politike

Krediti u dolarima koji su odobreni nebankarskom sektoru izvan SAD iznosili su 9,5 biliona dolara

krajem 2014. (grafikon 3).

Grafikon 1. - Međunarodna uloga dolara

Napomene:

1 Zbir udjela svih valuta u prometu na deviznom tržištu je 200% zbog toga što svaka transakcija

podrazumijeva dvije valute; Devizni promet u 2014. je procijenjen.

2 Međunarodna aktiva obuhvata i depozite nebankarskih institucija, kao i dužničke HoV.

3 Udio zone u svjetskom bruto domaćem proizvodu - BDP (Gross Domestic Product - GDP)

obračunatom po paritetu kupovnih snaga (Purchasing Power Parity - PPP GDP).

Izvor: BIS (2015). 85th Annual Report, 1 April 2014-31 March 2015, str. 86, podaci za grafikon V.1.

Stranica 8 od 19

Grafikon 2. - Međunarodna uloga eura

Napomene:

1 Zbir udjela svih valuta u prometu na deviznom tržištu je 200% zbog toga što svaka transakcija

podrazumeva dve valute; Devizni promet u 2014. je procenjen.

2 Međunarodna aktiva obuhvata i depozite nebankarskih institucija, kao i dužničke HoV.

3 Udeo zone u svetskom BDP obračunatom po paritetu kupovnih snaga (PPP GDP).

Izvor: BIS (2015). 85th Annual Report, 1 April 2014-31 March 2015, str. 86, podaci za grafikon V.1.

uključujući državu, iznosili 41 bilion dolara.

Preko 80% ukupnog nefinansijskog dolarskog duga krajem 2014. odnosilo se na američke

rezidente. Preostali dio od oko 20% su krediti odobreni nebankarskom sektoru van SAD.Upravo

su korisnici ovih kredita izloženi djelovanju američke monetarne politike, odnosno posredstvom

ovog kanala američka monetarna politika direktno utiče na finansijske uslove u ostatku svijeta.

Intenzitet uticaja zavisi od vrste finansijskih instrumenta i fleksibilnosti kamatnih stopa. U slučaju

bankarskih zajmova čija se cijena vezuje za kretanje Libora ili Euribora, promjene kratkoročnih

kamatnih stopa vrlo brzo (u roku od nekoliko nedelja) se prenosi na korisnike ovih

zajmova (BIS, 2015, str. 85; McCauley, McGuire and Sushko, 2015). Međunarodni (cross-border)

bankarski krediti tokom finansijske krize iz 2007. godine podigli su udio kredita u BDP-u brojnih

zemalja (Lane and McQuade, 2014). Uprkos dinamičnom rastu ovih kredita, niske kamatne stope

Stranica 9 od 19

su u većini zemalja koeficijent servisiranja duga zadržale na dugoročnom trendnom nivou. Krediti

u eurima koji su odobreni nebankarskom sektoru izvan eurozone iznosili su 2,3 biliona eura (oko

2,7 biliona dolara) krajem 2014. (grafikon 4), dok su krediti domaćim rezidentima, uključujući

državu, iznosili 32 biliona dolara. Preko 92% ukupnog nefinansijskog duga u eurima krajem 2014.

odnosilo se na rezidente eurozone. Preostali dio od oko 8% su krediti odobreni nebankarskom

sektoru van eurozone. U poređenju sa pozajmicama u dolarima, veći je relativni dio ukupnih

kredita u eurima odobren korisnicima u okviru eurozone.

Značajan iznos kredita koji su odobreni u dolarima I eurima omogućava direktnu transmisiju

monetarne politike Fed-a i ECB-a na zajmoprimce, i utiče na monetarnu i finansijsku stabilnost

(Hills and Hoggarth, 2013). Krediti u stranim valutama i krosborder kreditimogu podstaći kreditnu

ekspanziju i time dovesti do krize (Avdjiev, McCauley and McGuire, 2012).

Međunarodni krediti pokazuju priličnu nestabilnost i podložni su velikim cikličnim oscilacijama.

Napomene:

1 Krediti odobreni rezidentima su krediti odobreni nefinansijskom sektoru u SAD, izuzimajući

kredite koji nisu odobreni u dolarima.

Stranica 10 od 19

2 U dužničke HoV spadaju HoV koje su izdale nebankarske institucije izvan SAD.

3 Bankarski zajmovi su krosborder krediti odobreni nebankarskim institucijama van SAD.

Izvor: BIS (2015). 85th Annual Report, 1 April 2014-31 March 2015, str. 89, podaci za grafikon V.B.

Na Grafikon 4. - Euro krediti

U bilionima dolara (po konstantnom deviznom kursu sa kraja 2014. godine)

Napomene:

1 Krediti odobreni rezidentima su krediti odobreni nefinansijskom sektoru u eurozoni,

uizuzimajući kredite koji nisu odobreni u eurima.

2 U dužničke HoV spadaju HoV koje su izdale nebankarske institucije izvan eurozone.

3 Bankarski zajmovi su krosborder krediti odobreni nebankarskim institucijama van eurozone.

Izvor: BIS (2015). 85th Annual Report, 1 April 2014-31 March 2015, str. 89, podaci za grafikon V.B.

ovaj zaključak navodi njihov dinamičniji rast u odnosu na domaće kredite (kako u dolarima tako i

u eurima) u godinama prije izbijanja velike finansijske krize 2008. godine, i njihova kontrakcija

poslije izbijanja krize.

Tržište obveznica je delimično kompenziralo zastoj koji je nastao u odobravanju bankarskih

zajmova poslije izbijanja krize, poboljšavajući profil globalne likvidnosti.

Stranica 11 od 19

Monetarna politika i tržište obveznica

Impulsi monetarne politike sporije se prenose posredstvom tržišta obveznica. Politika niskih

kamatnih stopa u SAD poslije finansijske krize iz 2008. podstakla je investitore širom svijeta da

veće prinose potraže u manje kvalitetnim obveznicama. Emitenti dolarskih obveznica izvan SAD

pojačali su pozajmice kapitala zbog niskih kamatnih stopa. Dinamičan postkrizni rast ofšor

dolarskih kredita duguje se tome što su oni bili jeftiniji u odnosu na lokalno finansiranje.

Ovo je istaknuta odlika tržišta u nastajanju (videti McCauley, McGuire and Sushko, 2015.,

navedeno prema BIS, 2015, str. 86). Mnoge od ovih zemalja pokušavaju na različite načine da

poskupe dolarske pozajmice na svom tržištu, ali to ne pogađa multinacionalne kompanije koje

mogu pozajmiti dolarska sredstva na ofšor tržištu po povoljnijim uslovima od onih koji vladaju na

tržištima u nastajanju.

Zbog toga su mnoge zemlje preduzele mjere sa ciljem povećanja likvidnosti, što povoljno djeluje

na kretanja na finansijskim tržištima u svijetu. Centralne banke ovih zemalja budno posmatraju

šta preduzimaju Fed i ECB. To je posebno značajno zbog efekata na promjene deviznog kursa

nacionalne valute. Apresijacija nacionalne valute dovodi do povoljnijeg gledanja na zaduženost

zemlje u stranoj valuti, mada precenjena nacionalna valuta može narušiti izvoznu konkurentnost

zemlje.

Depresijacija, na drugoj strani, može dovesti do finansijskih teškoća kod onih preduzeća koja su

zadužena u stranoj valuti (Bruno and Shin, 2015). Mnoge zemlje su bile prisiljene da smanjuju

kamatne stope zbog njihovog pada u SAD. To je nerijetko značilo, poslije 2000. godine, da su

kamatne stope bile niže u odnosu na nivo koji sugeriše Tejlorovo pravilo. Brojne razvijene zemlje

su i posle ublažavanja krize zadržale niske kamatne stope, a takvo ponašanje su nastavile i tokom

blagog oporavka. Mnoge centralne banke u svijetu i danas nastavljaju da sprovode ekspanzivnu

monetarnu politiku, vodeći računa o spoljnim uslovima, ujedno nastojeći da održe izvoznu tražnju

za njihovim razmenljivim proizvodima. Usklađeno kretanje kamatnih stopa brojnih zemalja

poslednjih godina sa kamatnim stopama u SAD ukazuje na postojanje efekta prelivanja kamatnih

stopa iz SAD na ostatak svijeta, mada dijelom to može biti i posledica djelovanja istih

makroekonomskih faktora iz okruženja. Integrisano finansijsko tržište je omogućilo formiranje

Stranica 12 od 19

usklađenih prinosa na tržištu obveznica. Kretanje prinosa uglavnom slijedi trend prinosa na

američkom tržištu obveznica (videti Chen, Filardo and Zhu, 2015). Tržište obveznica eurozone

mijenja se u skladu sa promjena na američkom tržištu obveznica.

Monetarna politika i međunarodna likvidnost

Popuštanje monetarnih okvira u SAD, zemlji svjetske rezervne valute, i eurozoni omogućilo je

porast međunarodne likvidnosti. Međutim, to može da se negativno odrazi na makroekonomsku

i finansijsku stabilnost.

Kreditna ekspanzija u zemljama sa tržištem u nastajanju i nekim razvijenim zemljama može

izazvati finansijsku neravnotežu, što na duži rok vodi kreditnoj kontrakciji. Ekspanzivna

monetarna politika ECB može produžiti globalnu finansijsku ekspanziju. Međutim, rast dolara

prema euru od kraja 2014. godine skreće pažnju da se ne smije zanemariti rizik njegove

apresijacije. Ovom riziku posebno su izloženi veliki dolarski dužnici. Čak i kod zemalja koje imaju

veću dolarsku aktivu od dolarske pasive, što je povoljna pozicija kod dolar apresira, značajno se

razlikuje valutna pozicija između privrednih sektora. U mnogim zemljama u razvoju i zemljama sa

tržištem u nastajanju državni sektor ima dugu dolarsku poziciju (veću dolarsku aktivu od dolarske

pasive), dok je stanje kod korporativnog sektora obrnuto.

Ako u slučaju apresijacije dolara država ne pruži pomoć korporativnom sektoru, jačanje dolara

može naneti štete ovim zemljama.

Jačanje dolara u 2014. i prvoj polovini 2015. godine praćeno je umjerenim rastom kamatnih stopa

u SAD. Tržišni učesnici očekuju da će Fed, u kontekstu normalizacije monetarne politike, nastaviti

da povećava kamatnu stopu na federalne fondove. Nasuprot tome, ECB odobrava dodatne

monetarne stimulanse, koji smanjuju terminske devizne kurseve eura. ECB je 22. januara 2015.

objavila prošireni program kupovine aktiva u iznosu od 1,1 bilion eura, koji pokriva aktuelni

program otkupa hartija od vrijednosti sa kolateralom I pokrivenih obveznica, ali i otkup obveznica

koje izdaju centralne banke eurozone, agencije i evropske institucije. Mjesečni iznos otkupa iznosi

60 milijardi eura i otpočet je 9. marta 2015. godine. Planirano je da se otkup završi u septembru

2016. godine, ali se može i nastaviti sve dok je inflacija u skladu sa srednjoročnim targetom od

2% (BIS, 2015a, str. 7). Novi program kupovina obveznica u eurozoni obara

Stranica 13 od 19

Napomene:

1 Kamatne stope prema Tejlorovom pravilu su izračunate kao: i=r\*+π\*+1,5(π-π\*)+0,5y, gde je

π pokazatelj inflacije, y je mjera proizvodnog jaza (output gap), π\* je inflacioni target, a r\* je

dugoročna realna kamatna stopa, koja je u ovom obračunu zamjenjena trendom realnog rasta

autputa. Detaljnije o Tejlorovom pravilu vidjeti kod Hofmann and Bogdanova (2012).

2 U analizi su obuhvaćene izabrane zemlje sa tržištem u nastajanju i razvijene zemlje. Razvijene

zemlje: Australija, Kanada, Danska, evrozona, Japan, Novi Zeland, Norveška., Švedska,

Švajcarska, Velika Britanija i SAD. Zemlje sa tržištem u nastajanju: Argentina, Brazil, Čile, Kina,

Kineski Taipei, Kolumbija, Češka Republika, Hong Kong, Mađarska, Indija, Indonezija, Izrael,

Koreja, Malezija, Meksiko, Peru, Filipini, Poljska, Singapur, Južna Afrika i Tajland.

Izvor: BIS (2015).

prinose ne samo na evropske obveznice već I na američke, uprkos postepenom zaoštravanju

Stranica 14 od 19

monetarne politike Fed-a. Tokom 2014. godine razvijene zemlje su vodile politiku niskih kamatnih

stopa i primenjivale nekonvencionalne mjere monetarne politike. Takav pristup je, uprkos

aktiviranom programu smanjivanja kvantitativnih olakšica Fed-a ("quantitative easing" - QE),

doprinio zadržavanju prinosa na državne HoV razvijenih zemalja na niskom nivou. To je još jedan

dokaz da u sadašnjim tokovima globalne likvidnosti tržište obveznica ima važnu ulogu u

međunarodnoj transmisiji finansijskih uslova.

Za razliku od ostatka svijeta, SAD imaju kratku dolarsku poziciju (dolarska pasiva je veća od

dolarske aktive). Ovakav bilans u slučaju apresijacije dolara dalje pogoršava međunarodnu

investicionu poziciju SAD. Saldo dolarske aktive i pasive SAD iznosi oko 39% BDP-a (BIS, 2015).

Rezultat apresijacije dolara u 2014. je pogoršanje međunarodne investicione poizicije od 5,5

biliona dolara na 7,0 biliona dolara (grafikon 6). Od ovog iznosa, 1,2 biliona dolara direktno se

duguje apresijaciji dolara tokom 2014. godine (http://www.bea. gov). Razlika od 1,5 biliona

dolara je više od tri puta veća od deficita tekućeg računa, koji je 2014. iznosio 390 milijardi dolara.

Grafikon 6. pokazuje da se inostrani dug SAD naglo uvećao poslije 2007. godine, i da su SAD veliki

neto dužnik prema inostranstvu.

Tome svakako doprinosi kontinuirani defict tekućih transakcija, ali i rastući budžetski deficit. Oba

deficita se finansiraju zaduživanjem u inostranstvu. U literaturi nailazimo na mišljenje po kome

SAD, kao glavni emitent međunarodne valute, pod uticajem stimulisanja domaće tražnje,

akumulira deficit tekućeg računa. Tome doprinose I pritisci globalnih investitora koji, u

nedostatku kredibilnih alternativa, žele da investiraju u sigurne američke državne HoV. Strani

investitori time postaju finansijeri SAD, kao što je SAD bila bankar ostatka svijeta u

Bretonvudskom periodu. Klasična Trifinova dilema tvrdi da se globalni rast deviznih rezervi

zasniva na rastu budžetskog deficita zemlje emitenta svjetske rezervne valute. Sada se postavlja

pitanje kako omogućiti rast globalnih deviznih rezervi kad razvijene zemlje teže svođenju javnog

duga na održiv nivo? Mada je deficit tekućeg računa u kontinuitetu od 2000. godine doprinosio

zadovoljavanju inostrane tražnje za dolarima kao rezervnom aktivom, takođe se postavlja pitanje

da li je ovakva situacija održiva na duži rok? Problem će nastupiti ako se ispostavi da ona iz bilo

kog razloga nije održiva. Povećanje neto međunarodne investicione pozicije SAD sa negativnim

Stranica 15 od 19

predznakom, naročito od 2007. godine, pod uticajem je i budžetskog deficit koji se finansira

zaduživanjem u inostranstvu.

U slučaju budžetskog deficita, rast fiskalne potrošnje, koji se duguje povećanju vojne potrošnje,

može dovesti do jačanja ovog sektora. Ako se pak bilježi rast private potrošnje, to je onda znak

da je privatna štednja manja od privatnih investicija.

Ukoliko se deficit tekućeg računa ne uvećava, fiskalna politika SAD mora biti ekspanzivnija, da bi

se podstakao privredni rast. Dakle, tražnja za međunarodnim rezervama pokreće dva američka

deficita, odnosno ova dva deficita predstavljaju dominantne izvore rasta dolarskih rezervi u

svijetu.

Mada se kvantitativne olakšice u sprovođenju monetarne politike SAD zvanično smanjuju,

današnje stanje novčane mase (M1)

u SAD je duplirano u odnosu na stanje sa kraja 2008. godine, kad je ova zemlja zapala u

finansijsku krizu (grafikon 7).

Stranica 16 od 19

Osetniji rast novčane mase u SAD (agregat M1) zapaža se od kraja 2008. godine. To se poklapa sa

izbijanjem finansijske i ekonomske krize u SAD, i nastojanjem da se širenjem monetarnih okvira

stimuliše tražnja na domaćem tržištu. Stanje novčane mase je poraslo od 1.600 milijardi dolara

krajem 2008. na 3.007 milijardi dolara krajem juna 2015. godine. Ekspanzivna monetarna politike

dala je značajan doprinos oživljavanju privredne aktivnosti u SAD, ali je stimulisanje tražnje

olakšavalo kontinuitet u formiranju deficit tekućeg računa. Svijet je zapljusnut dolarima I putem

ovog kanala.

Umjesto zakljička

Snažna prelivanja efekata monetarne politike između zemalja, u današnjem svijetu globalne

likvidnosti, zahtijevaju jačanje međunarodne saradnje, kao i povremene zajedničke akcije.

Primjer za to je bliska koordinacija centralnih banaka u povećanju međusobnih dolarskih svopova

tokom finansijske krize iz 2008. godine. Ukoliko se postigne napredak u izgradnji međunarodnih

pravila, koja bi mogla da ograniče domaće politike, mogla bi se postići globalna efikasnost

Stranica 17 od 19

monetarne politike. U kriznim vremenima raste spremnost za razvijanje međunarodne saradnje,

ali ona relativno brzo iščezne kada prođu prvi krizni udari. Čak i ako se postigne određeni

sporazum, to ne znači da bi time bili otklonjeni brojni problemi koji se vezuju za podjelu

međunarodnih rizika. Pravila koja bi važila za sve centralne banke umnogome bi doprinela

disciplinovanju nacionalnih politika. Vodeće centralne banke u svijetu imaju dodatnu

odgovornost da sprovode politiku koja podržava globalnu finansijsku stabilnost . Moraju se uzeti

u obzir međunarodna prelivanja efekata monetarne politike, kao i međusobne interakcije

monetarnih politika u svijetu. Ovo navodi na zaključak da je potrebno unaprediti međunarodnu

saradnju u sprovođenju monetarne politike. Time bise postigla veća stabilnost MMS-a i povećala

predvidivost efekata monetarne politike vodećih zemalja u svjetskoj privredi. Ujedno bi se

ublažile i kontroverze u pogledu uticaja ovih politika na međunarodnu likvidnost.

Rješenje svih navedenih problema je moguće osnivanjem Svjetske centralne banke koja bi

uspostavila jedinstvenu monetarnu politiku , uvela svetski novac I definisala pravila igre u

međunarodnom finansijskom I monetarnom sistemu.

Pitanja:

1. Šta je međunarodni finansijski sistem

2. Koji su subjekti međunarodnog finansijskog i monetarnog Sistema

3. Zlatni standard

4. Prestabak zlatnog standard

5. Međunarodni finansijski sistem poslije I svjetskog rata

6. Međunarodni finansijski sistem poslije Drugog svjetskog rata

7. Bretonvudski finansijski sistem

8. Fiksni kursevi

9. Kejnesov plan

10. Wajtov plan

11. Međunarodni monetarni fond

12. Period ,, viška dolara”

13. Prestanak Bretovudskog finansijskog sistem

14. Flukturajući devizni kursevi

Stranica 18 od 19

15. Međunarodni finansijski system poslije 1973. godine

16. Problem u međunarodnom finansijskom sistemu danas

17. Finansijska kriza I Međunarodni finansijski sistem

18. Da li je rješenje formiranje Svjetske centralne banke I uvođenje svjetskog novca

19. Kritički osvrt na funkcionisanje MMF

20. Svjetska banka I njena uloga