



UNIVERZITET SINGIDUNUM

DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE

MASTER RAD

**REFORMA MEĐUNARODNOG MONETARNOG I
FINANSIJSKOG SISTEMA**

Mentor:
Prof. dr Budimir Stakić

Student:
Nataša Stanimirović
Br. indeksa: 101/2007

Beograd, 2012.

Sadržaj

UVOD.....	4
PRVI DEO	
ZLATNI STANDARD I ISKUSTVO IZMEĐU DVA SVETSKA RATA.....	8
1. PERIOD PRE PRIHVATANJA ZLATNOG STANDARDA.....	8
2. ZLATNI STANDARD.....	9
2.1. Zlatni paritet.....	11
2.2. Mehanizam kretanja cena i zlatnika (<i>price-specie-flow</i> mehanizam).....	12
2.3. Prednosti i nedostaci zlatnog standarda.....	13
3. ISKUSTVO IZMEĐU DVA SVETSKA RATA.....	14
3.1. Pokušaj ponovnog uvođenja zlatnog standarda.....	14
3.2. Dešavanja nakon prestanka zlatnog standarda.....	15
DRUGI DEO	
BRETONVUDSKI SISTEM.....	17
1. NASTANAK I ELEMENTI BRETONVUDSKOG SISTEMA.....	17
1.1. Nastanak bretonvudskog sistema.....	17
1.2. Zlatno-valutni standard.....	18
1.3. Zaduživanje kod Međunarodnog monetarnog fonda.....	20
2. FUNKCIONISANJE I RAZVOJ BRETONVUDSKOG SISTEMA.....	21
2.1. Funkcionisanje bretonvudskog sistema.....	21
2.2. Razvoj bretonvudskog sistema.....	22
3. SLOM BRETONVUDSKOG SISTEMA.....	23
3.1. Uloga dolara u bretonvudskom sistemu.....	23
3.2. Platnobilansni deficit SAD.....	24
3.3. Kolaps bretonvudskog sistema.....	26
TREĆI DEO	
MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM OD 1973. GODINE DO DANAS.....	29
1. MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM NAKON SLOMA BRETONVUDSKOG SISTEMA.....	29
1.1. Funkcionisanje rukovođeno fleksibilnog deviznog kursa.....	30
1.2. Savremeno funkcionisanje Međunarodnog monetarnog fonda.....	31
2. EVROPSKI MONETARNI SISTEM.....	32
3. POSTOJEĆI REŽIMI DEVIZNIH KURSEVA.....	35
3.1. Problemi sa postojećim režimima deviznih kurseva.....	35
3.2. Predlozi reforme postojećih režima deviznih kurseva	37
3.3. Neodrživost postojećeg međunarodnog monetarnog sistema.....	39
3.4. Ostali savremeni međunarodni ekonomski problemi.....	40

4. UTICAJ LIBERALIZACIJE SVETSKE EKONOMIJE NA MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM.....	42
4.1. Liberalizacija svetske ekonomije.....	42
4.2. Sporazum o trgovini uslugama – GATS.....	44

ČETVRTI DEO

MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM, GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA I BAZEL III..... 46

1. UTICAJ GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE NA MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM.....	47
1.1. Iskustva međunarodnog monetarnog sistema sa finansijskim krizama u državama u razvoju.....	47
1.2. Devizni kursevi tokom globalne finansijske krize.....	48
2. UTICAJ KEJNSIJANIZMA PRI REŠAVANJU GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE.....	49
3. ULOGA BANAKA U NASTANKU GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE I USPOSTAVLJANJE BAZELA III.....	53
3.1. Problem multinacionalnih banaka.....	54
3.2. Adekvatnost kapitala banaka.....	55
3.3. Razlozi za donošenje Bazela III.....	56
3.4. Bazel III – mere za očuvanje kapitala banaka u uslovima finansijske krize.....	57

PETI DEO

BRICS I TRENUTNI IZAZOVI ZA MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM..... 61

1. BRICS GRUPACIJA.....	61
1.1. Nastanak BRICS-a.....	61
1.2. Samit BRICS-a u Sanji i predlog reforme specijalnih prava vučenja.....	62
1.3. Najava osnivanja udruženja nacionalnih berzi.....	65
2. TRENUTNI IZAZOVI ZA MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM.....	66
2.1. Tranzicija svetske ekonomije.....	66
2.2. Pitanje opstanka dolara kao svetske rezervne valute.....	67
3. MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM ZA 21. VEK – DVA SCENARIJA.....	68

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA..... 73

LITERATURA..... 75

Uvod

U okviru jedne države, jedne nacionalne privrede, postoji zakonom utvrđeno sredstvo plaćanja nacionalni novac (naravno, ima izuzetaka). U tom novcu se iskazuju cene, obavljaju plaćanja, primaju plate, pravi budžet, štedi. Kada se radi o međunarodnim ekonomskim transakcijama (spoljna trgovina, usluge, međunarodni tokovi novca i kapitala) – ne postoji nikakav međunarodni, a još manje svetski novac. Međutim, pošto je neophodno obavljati te međunarodne transakcije, neophodno je pronaći način da se one pokriju nekakvim sredstvom plaćanja. Prema tome, potrebno je da postoji međunarodni monetarni sistem.

Međunarodni monetarni sistem je okvir u kome se države zadužuju, pozajmljuju, kupuju, prodaju i obavljaju isplate bez obzira na političke granice. Ovaj okvir određuje način na koji će neravnoteža platnog bilansa biti rešena. Međunarodni monetarni sistem (ili međunarodni monetarni poredak ili režim) odnosi se na pravila, običaje, instrumente, službe i organizacije za sprovođenje međunarodnih plaćanja.

Međunarodni monetarni sistem koji je danas na snazi razvio se u periodu dužem od 150 godina. U procesu evolucije, nastalo je nekoliko monetarnih sistema, koji su propali zbog njihovih urođenih slabosti ili su modifikovani da bi se izborili sa promenom međunarodnog ekonomskog poretka. Tokom vekova, valute su određivane u odnosu na zalto i druge predmete od vrednosti, a međunarodni monetarni sistem je bio predmet raznih međunarodnih sporazuma. Pregled ovih sistema pruža korisno saznanje koje omogućava da se razume današnji sistem, procene slabosti i predlože izmene u trenutnom sistemu.

Međunarodni monetarni sistemi mogu se klasifikovati na osnovu načina utvrđivanja deviznih kurseva ili na osnovu forme koju su imale međunarodne rezerve. Prema klasifikaciji deviznih kurseva, možemo imati režim fiksnog deviznog kursa sa uskim rasponom fluktuacija oko pariteta, ili režim fiksnog deviznog kursa sa širokim rasponom fluktuacija, režim prilagodljivih pariteta, režim puzajućih pariteta, režim rukovođeno fleksibilnih kurseva ili režim slobodno plivajućih kurseva. Prema klasifikaciji međunarodnih rezevi, možemo imati zlatni standard (gdje se kao međunarodna rezervna aktiva isključivo koristi zlato), čisti fiducijarni standard (gdje se koristi samo razmjenski standard, bez ikakve veze sa zlatom) ili zlatno – fiducijarni standard (kombinacija prethodna dva).

Različite kombinacije mogu se kombinovati na različite načine. Na primjer, zlatni standard sa režimom fiksnog deviznog kursa. Međutim, takođe može postojati režim fiksnog deviznog kursa koji nema nikakve veze sa zlatom, već se zasniva na deviznim rezervama koje se drže u nekoj nacionalnoj valuti, kao što je američki dolar, koji više nema zlatno pokriće. Slično tome, može postojati režim prilagodljivih pariteta ili režim rukovođeno fleksibilnih kurseva sa deviznim rezervama i zlatnim pokrićem, ili samo deviznim rezervama. Pri režimu slobodno plivajućih kurseva, teorijski nema potrebe za deviznim rezervama pošto će se devizni kurs automatski i trenutno dovesti do korekcije bilo kakave platno bilansne neravnoteže, čim se ona ukaže. U toku perioda naše analize, skoro svi mogući sistemi bili su u upotrebi ili u određenim periodima, ili u nekim državama.

Dobar međunarodni monetarni sistem je ona koji maksimizira tokove međunarodne razmjene i dovodi do „ravnomjerne“ raspodjele koristi od razmjene u čitavom svijetu.

Međunarodni monetarni sistem se prvenstveno na skup politika, institucija, praksi, propisa i mehanizama koji određuju stopu po kojoj se jedna valuta razmenjuje za drugu.

Razvoj finansijke misli je sastavni deo razvoja ekonomske nauke i može se sagledati kroz osnovne finansijske teorije: Merkantilna finansijska teorija, Fiziokratska finansijska teorija, finansijska teorija u neoklasičnoj građanskoj ekonomiji, savremena građanska teorija i socijalistička finansijska teorija. Ove teorije su se razvijale i menjale shodno ekonomskom i društvenom razvoju.

Nove globalne tehnologije, ubrzanje saobraćaja i geografsko širenje ultraliberalnog sistema – mundijalizacija, temeljito su promenile društveno-ekonomski a time i finansijski sistem. Aktuelna svetska ekonomska kriza, koja je zahvatila sve kontinente, ponovo je aktuelizovala Kejnsov teoriju koja ukazuje na to da se teško može spasiti kapitalistički sistem bez snažnih oblika državnog intervencionizma. Tako se pojavom nove krize u finansijskoj građanskoj teoriji javljaju nove ideje koje zastupaju neophodnost aktivnog korištenja državnih finansijskih ali i drugih instrumenata u regulisanju privrednih tokova.

Kejnsov intervencionizam je strategija koja ograničava slobodu tržišta određenim zakonskim regulativama i državnom kontrolom. Optimalna ravnoteža ekonomskih a time i finansijskih tokova ne može biti rezultat spontanog delovanja tržišnih sila, nego je rezultat kombinacije delovanja slobodnog tržišta i dobro ciljanih mera državne intervencije. Samo državno usmeravani kapitalizam sa aktivnom razvojnom politikom može efikasno služiti ostvarivanju viših interesa društva.

Predmet istraživanja

Predmet ovog istraživanja je funkcionisanje međunarodnog monetarnog sistema i njegova reforma od zlatnog standarda do danas, sa osvrtom na finansijsku krizu i uzročno-posledična dešavanja u bankarskom sektoru.

Hipoteza istraživanja

Hipotetički okvir istraživanja sastoji se od sledećih stavki:

Generalna hipoteza: Svetski monetarni poredak zahteva velike reforme u međunarodnim finansijskim politikama i njihovoj regulaciji;

Posebna hipoteza: Reforma MMS-a predstavlja pokušaj da se on izmeni kroz smanjenje uloge dolara kao svetske rezervne valute

Pojedinačne hipoteze:

- monetarna politika može ograničeno stimulisati privrednu aktivnost
- formiranje ogromne likvidnosti jedne valute ima za posledicu visok inflatorni pritisak

Cilj istraživanja

Cilj ovog rada je da omogući razumevanje finansijskog monetarnog sistema, spoji istorijska iskustva i oceni kvalitet procesa platnobilanskog prilagođavanja, i još šire, makroekonomskih politika koje su vođene u okviru različitih međunarodnih monetarnih sistema koji su bili na snazi od perioda zlatnog standarda do danas, prikazujući razloge neophodnosti uvođenja korenitih reformi.

Naučni cilj ovog istraživanja jeste naučna deskripcija razvoja i problema međunarodnog monetarnog sistema, te utvrđivanje potrebnih mera za oporavak međunarodnog monetarnog sistema i prevazilaženja finansijskih koriza i problema bankarskog sektora kroz aktivnosti regulatornih tela, naučni opis funkcija, odnosa i veza između navedena dva problema.

Metode istraživanja

Interdisciplinarnost predmeta istraživanja, naučni ciljevi i hipotetički okvir zahtjeva dijalektički pristup i primenu:

- analitičkih osnovnih metoda: metod analize, metod specijalizacije i metod dedukcije;
- sinetičkih osnovnih metoda: sinteza, generalizacija i indukcija;
- opštenaučnih metoda: hipotetičko deduktivne metode, analitičko deduktivne metode, statistički metod i komparativni metod.

U prikupljanju podataka biće korišćen metod analize sadržaja dokumenata primarne i sekundarne građe i metod ispitivanja.

Struktura rada

Polazeći od postavljenih hipoteza i ciljeva istraživanja proistekla je i odgovarajuća struktura rada.

U prvom delu je data analiza zlatnog standarda koji je važio otprilike od 1880. godine do izbijanja Prvog svetskog rata, 1914. godine, a zatim period između dva svetska rata sa fleksibilnim kursom između 1919. i 1924. godine, koji je zatim prerastao u pokušaj da se ponovo ustanovi zlatni standard. Ovaj pokušaj je propao 1931. godine u toku produbljivanja Velike ekonomske krize. Veoma je malo vjerovatno da će se zlatni standard uspostaviti u bliskoj budućnosti, ili ikada više. Međutim, veoma je važno razumeti prednosti i nedostatke koji su inherentni ovom sistemu, ne njega radi, već stoga što u izvesnoj meri njegove osobine važe i u režimu fiksnog deviznog kursa (Bretonvudski sistem) koji je funkcionisao od kraja Drugog svetskog rata sve dok nije napušten 1971. godine.

U drugom delu rada opisan je bretonvudski (the Bretton Woods) sistem i Međunarodni monetarni fond instituciju kreiranu da nadgleda funkcionisanje novog monetarnog sistema i da obezbeđuje kredit državama koje se suočavaju sa privrednim platnobilansnim teškoćama. Takođe je data analiza funkcionisanja bretonvudskog sistema od 1947. pa do njegovog sloma iz 1971. godine, i način na koji je ovaj sistem evoluirao tokom godina, kao odgovor na promene koje su se u svetskoj privredi desile od 1944. godine. U ovom delu se takođe analizira uloga dolara u bretonvudskom sistemu i uzroci nastanka platnobilanskog deficita SAD u najvećem dijelu posleratnog perioda, kao i njegovu veza sa kolapsom bretonvudskog sistema u avgustu 1971. godine. I na kraju ovog dela su sagledani razlozi propasti ovog sistema i njihove implikacije na sadašnji sistem rukovođeno fleksibilnih kurseva.

Treći dio je posvećen međunarodnom monetarnom sistemu od 1973. godine do danas. U njemu su sagledana dešavanja u međunarodnom monetarnom sistemu nakon sloma bretonvudskog sistema, funkcionisanje rukovođeno fleksibilnog deviznog kursa i Međunarodnog monetarnog fonda. Nakon toga je dat osvrt na Evropski monetarni sistem i njegovu ulogu u međunarodnom monetarnom sistemu. Zatim, analiza postojećih režime deviznih kurseva, njihova problematika i predlozi za reformu deviznih kurseva, kao i neodrživost postojećeg međunarodnog monetarnog sistema i savremene međunarodne ekonomske probleme. I na kraju ovog dela rada je izneseno mišljenje o uticaju liberalizacije svetske ekonomije na međunarodni monetarni sistem.

Četvrti dio se bavi analizom uticaja globalne finansijske krize na međunarodni monetarni sistem, daje pregled iskustva međunarodnog monetarnog sistema sa finansijskim krizama u državama u razvoju i ponašanjem deviznih kurseva tokom globalne finansijske krize. Nakon

toga, dat je osvrt na primenu kenzijanizma pri rešavanju globalne finansijske krize. U okviru ovog dela dat je i poseban osvrt na ulogu banka u nastanku globalne finansijske krize i uspostavljanje Bazela III.

Peti deo rada donosi informacije o aktuelnim dešavanjima u međunarodnom monetarnom sistemu, odnosno ulozi BRICS država u podsticanju reformi međunarodnog monetarnog poretka. Objašnjava razloge za nastanak BRICS grupacije i njene interese, zatim predlog reforme specijalnih prava vučenja od strane BRICS grupacije i najava osnivanja udruženja nacionalnih berzi. Sagledani su trenutni izazovi za međunarodni monetarni sistem, odnosno privredno jačanje BRICS država, i sve veće pitanja opstanka dolara kao svetske rezervne valute.

Na kraju rada izneta su zaključna razmatranja u vezi elaborirane problematike u radu, kao i spisak korišćene literature i drugih izvora prilikom njegovog pisanja.

Prvi deo

ZLATNI STANDARD I ISKUSTVO IZMEĐU DVA SVETSKA RATA



1. PERIOD PRE PRIHVATANJA ZLATNOG STANDARDA

Pre prihvatanja zlatnog standarda važio je sistem bimetalizma, odnosno robno novčani sistem je koristio i srebro i zlato (plemenite metale) za inostrana plaćanja i domaću valutu. U Velikoj Britaniji bimetalizam je postojao do 1816. godine (posle rata sa Napolenom), kada je parlament usvojio zakon kojim je ukinuto slobodno kovanje srebra. U SAD je bimetalizam prihvaćen 1792. godine i ostao je zakonski standard do 1873. godine. U Francuskoj je bimetalizam važio do francuske revolucije 1789. godine.

“Prvi oblik međunarodnog monetarnog sistema nastao je u drugoj polovini 19. veka. U 1865. godini Evropske države su osnovale Latinsku monetarnu uniju. Njen monetarni sistem je počivao na upotrebi bimetalnih valuta koje su imale međunarodnu prihvatljivost unutar država članica unije. Bimetalizam (korišćenje zlata i srebra) bio je osnova na kojoj su određene vrednosti različitih valuta.”¹

Zlato i srebro su korišteni jer imaju suštinsku vrednost, lako su prenosivi, dobro prepoznatljivi, jedinstveni i deljivi, izdržljivi, i nekvarljivi.

Zašto dva metala, a ne jedan, odnosno zašto bimetalizam, a ne zlatni ili srebrni standard? Valute nekih država u određenim periodima bile su na zlatnom standardu (britanska funta) ili na srebrnom standardu (nemačka marka), a neke na na oba (francuski franak). Devizni kurs funte i franka bio je određen sadržajem zlata ove dve valute, dok je kurs franka i nemačke marke određen sadržajem srebra ove dve valute. Devizni kurs funta (zlato) i nemačka marka (srebro) bio je određen njihovih deviznim kursovima u odnosu na franak.

Pod bimetalizmom (ili u bilo koje vreme kada je više od jedne valute prihvatljivo za plaćanje), države će iskusti Grešamov zakon (*Gresham's Law*). “Grešamov zakon je ekonomski princip koji kaže: Kada vlada prinudno preceni jednu vrstu novca i podceni drugu, podcenjeni novac će napustiti državu ili se povući iz opticaja u rezerve, a precenjeni novac će

¹ Ajami, R.A., Cool, K., Goddard, G.J., Khambata, D., (2006), *International Business Theory and Practice*, 2nd edition, M.E. Sharpe, New York, USA, str. 70.

preplaviti opticaj. Obično se navodi kao “Loš novac istiskuje dobar”, ali preciznije je ako se kaže: “Loš novac istiskuje dobar ako je njihov kurs određen zakonom.”²

Grešmov zakon se naročito odnosi na situaciju kada u opticaju postoje dva oblika robnog novca koji su propisani zakonima i smatra se da imaju sličnu vrednost u ekonomskim transakcijama. Najčešće je posledica kontrole cena. Više željeni, superiorni oblik novca se skriva i povlači iz opticaja, a ljudi koriste slabiji ili loš novac za isplate. Loš novac cirkuliše, a dobar novac se skriva.

U bimetalizmu odnos srebra i zlata bio je fiksiran po zakonskom kursu. Kada je tržišni kurs odnosa srebra i zlata znatno razlikovao od pravnog kursa, jedan metal je bio precenjen, a drugi podcenjen. Ljudi su koristili potcenjeni (loš) novac, a čuvali precenjeni (dobar) novac.

U periodu od 1837. do 1860. godine zakonski odnos srebra i zlata bio je 16:1, a tržišni 15,5:1. Jedna unca zlata na tržištu bi se menjala za 15,5 unci srebra, ali po zvaničnom kursu jedna unca zlata bi se menjala za 16 unci srebra. Zlato je bilo precenjeno po zvaničnom kursu, a srebro podcenjeno. Zlato je cirkulisalo u opticaju, a srebro je skladišteno (ili nije kovano u novac).

Nakon otkrića zlata u SAD i Australiji 1800-ih godina, Francuska je napustila zlatni standard i prešla na zlatni standard. Fiksirani zvanični kurs nije bio u skladu sa tržišnim, postojalo je obilje zlata, što je smanjilo njegovu vrednost, dok je srebro postalo vrednije. To je dovelo do toga da se samo zlato koristi kao sredstvo razmene.

2. ZLATNI STANDARD

Od vremena egipatskih faraona 3.000 godina pre nove ere zlato je služilo kao sredstvo razmene i čuvanja vrednosti. Stari Grci i Rimljani koristili su zlatni novac i ovim putem je prenet do 19. veka i merkantilističkog doba. Veliki rast trgovine tokom perioda slobodne trgovine u kasnom 19. veku doveo je do potrebe za zvaničnim sistemom za rešavanje međunarodnih trgovinskih odnosa. Jedna za drugom države u utvrđivale nominalnu vrednost svoje valute u zlatu, a zatim pokušavale da se pridržavaju tzv. “pravila igre”. Na taj način nastao je klasični zlatni standard.

Tabela 1. Datumi usvajanja zlatnog standarda³

Država	Godina usvajanja
Velika Britanija	1816
Nemačka	1871
Švedska, Norveška i Danska	1873
Francuska, Belgija, Švajcarska, Italija i Grčka	1874
Holandija	1875
Urugvaj	1876
Sjedinjene Američke Države	1879
Austrija	1892
Čile	1895
Japan	1897

² http://en.wikipedia.org/wiki/Gresham's_law (18.07.2012)

³ Izvor: Buckley, A., (2004), Multinational finance, fifth edition, Pearson Education Limited, Harlow, UK, str. 17.

Rusija	1898
Dominikanska Republika	1901
Panama	1904
Meksiko	1905

Stvaranje zlatnog standarda 1870-ih godina predstavlja jedan od najvažnijih događaja u istoriji deviznog tržišta. Pre nego što je zlatni standard implementiran, države su koristile i zlato i srebro kao sredstvo međunarodnog plaćanja, što je prethodno objašnjeno. Osnovni problem sa korišćenjem zlata i srebra jeste što njihova vrednost zavisi od ponude i tražnje. Na primer, otkriće novog rudnika zlata je obaralo cenu zlata.

Zlatni standard postoji kada većina država:

1. Koristi zlatni novac kao osnovno sredstvo razmene.
2. Ima fiksni odnos između unce zlata i valute.
3. Dozvoljava neograničene tokove zlata – zlato se može slobodno i uvoziti i izvoziti.
4. Novčanice su morale imati zlatnu podlogu da bi se osigurala puna konvertibilnost za zlato.
5. Domaći novčane rezerve su rasle i padale sa zlatnim tokovima.

Osnovna ideja zlatnog standarda je bila da država garantuje konverziju valute u određenu količinu zlata, i obrnuto. Drugim rečima, valuta će biti podržana zlatom. Očigledno, državama su bile potrebne značajne rezerve zlata u nameri da zadovolje tražnju za razmenom. Krajem 19. veka sve privredno važne države su definisale iznos valute u unci zlata. Zlatni standard kao međunarodnim monetarni sistem prihvaćen je 1870-ih u Zapadnoj Evropi, dok su SAD zvanično usvojile ovaj sistem 1879. godine. Vremenom, razlika u ceni za uncu zlata između dve valute postala je kurs tih valuta. Primena zlatnog standarda značila je prvu upotrebu zvaničnih deviznih kurseva.

Pri zlatnom standardu svaka država definiše zlatni sastav svoje valute i spremna je da pasivno prodaje ili kupuje bilo koju količinu zlata po toj utvrđenoj ceni. Pošto je zlatni sadržaj u svakoj novčanoj jedinici fiksiran, i devizni kurs je takođe fiksiran. Valute su imale pokriće u zlatu pa je, preko kovničkih stopa⁴ bilo lako i nerizično pretvarati jednu valutu u drugu i neometano obavljati međunarodna plaćanja. Nije bio potreban nikakav međunarodni, odnosno svetski novac, pošto je tu funkciju, više indirektno nego direktno, kvalitetno obavljalo zlato, kako za strane, tako i za domaće rezidente, kako za tekuće, tako i za kapitalne transakcije.

Međunarodni monetarni sistem koji je postojao do Prvog svetskog rata, može se nazvati samoregulišućim. U tom sistemu nije bilo potrebno da postoji nekakav međunarodni monetarni fond, niti odbor izvršnih direktora, a ni statut. To je bio period tzv. klasičnog zlatnog standarda.

⁴ Kovnička stopa je pokazivala koliko zlata stoji (stoji i postoji u zlatnim rezervama centralne banke) iza svake nacionalne valute.

2.1. Zlatni paritet

“Na primjer, pri zlatnom standardu zlatnik od 1 £ u Velikoj Britaniji sadržao je 113,0016 jedinica čistog zlata, dok je zlatnik od 1 US\$ u SAD sadržao 23,22 jedinice (*grains*). To je značilo da je dolarska cena funte bila $R = \text{US}\$/\text{£} = 113,0016 / 23,22 = 4,87$. Ovo je bio zlatni paritet (*mint parity*).”⁵

Pošto je trošak prevoza 1 funte zlata između Njujorka i Londona iznosio oko 3 centa, devizni kurs dolara i funte nikada nije mogao da varira za više od 3 centa iznad ili ispod zlatnog pariteta (tj. devizni kurs nije mogao da raste iznad 4,90 ili da padne ispod 4,84). Razlog leži u tome što niko ne bi za jednu funtu dao više od 4,90 US dolara, jer bi uvek mogao da je u američkoj centralnoj banci kupi za 4,87 (*Federal Reserve Bank of New York* je osnovana tek 1913), da ga prebaci u London po ceni od 3 centa, i da ga razmeni za 1 funtu u britanskoj centralnoj banci (*Bank of England*). tako je pri kursu $R = 4,90 \text{ US}\$/\text{£}$ američka ponuda funti postala beskonačno elastična (horizontalna). To je bila zlatna izvozna tačka za SAD.

S druge strane, devizni kurs dolara i funte nije mogao da padne ispod 4,84 US\$/£. Razlog je u tome što niko ne bi prihvatio manje od 4,84 US dolara za funtu, jer bi mogao da za taj novac kupi zlata u vrednosti od 1 funte u Londonu, preveze ga u Njujork po ceni od 3 centa i da ga proda za 4,87 US dolara (te da ostvari neto zaradu od 4,84 US dolara). Kao rezultat, kriva tražnje za funtama postaje beskonačno elastična pri kursu 4,84 US\$/£. To je bila zlatna uvozna tačka za SAD.

Devizni kurs dolara i funte određen je u preseku krivih ponude i tražnje za funtama između zlatnih tačaka i nije mogao da se nađe izvan tog intervala. To jeste, tendencija dolara da depresira, odnosno da kurs poraste iznad $R = 4,90 \text{ US}\$/\text{£}$, bila je sprečavana isporukama zlata iz SAD. Ovaj odliv zlata bio je mera platnobilansnog deficita SAD. S druge strane, tendencija dolara da apresira, ili da padne ispod $R = 4,84 \text{ US}\$/\text{£}$, bila je sprečavana isporukama zlata u SAD. Ovaj priliv zlata bio je mera platnobilansnog suficita SAD.

Uopšteno, devizni kurs je mogao da fluktuirao ispod i iznad zlatnog pariteta, odnosno unutar zlatnih tačaka za iznos troškova prevoza jedinice zlata između dva finansijska centra. Devizni kurs je određen unutar zlatnih tačaka na osnovu sila ponude i tražnje, a odbranu od promjene kusa predstavljale su isporuke zlata. Tendencija valute da depresira ispod zlatne izvozne tačke zaustavljana je odlivom zlata. Odliv zlata označavao je deficit u platnom bilansu države. Tendencija valute da apresira ispod zlatne uvozne tačke zaustavljana je prilivom zlata. Priliv zlata bio je jednak suficitu platnog bilansa. Poštu su deficiti u načelu izmirivani u zlatu, a države su imale ograničene zlatne rezerve, deficiti nisu mogli da rastu unedogled, već ih je trebalo prilično brzo korigovati.

2.2. Mehanizam kretanja cena i zlatnika (*price-specie-flow* mehanizam)

Mehanizam automatskog prilagođavanja pri zlatnom standardu zove se mehanizam kretanja cena i zlatnika (*price-specie-flow* mehanizam). On na sledeći način koriguje platnobilansnu ravnotežu. Pošto se novčana ponuda svake države sastoji ili od zlata ili od papirne valute koja ima protivvrednost u zlatu, ponuda novca pada ako država ima deficit, a raste ako država ima

⁵ Salvatore, D., (2009), Međunarodna ekonomija, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 605.

suficit. To izaziva pad domaćih cena u državi koja ima deficit i rast cena u državama sa suficitom. Kao rezultat počinje da se isplati izvoz iz države koja ima deficit, a uvoz se neće isplatiti sve dok se ne eliminiše platnobilansna neravnoteža.

Pad domaćih cena u državi koja ima deficit rezultat je gubitka zlata i smanjenja novčane ponude, što tvrdi kvantitativna teorija novca. To se može objasniti korišćenjem jednačine:

$$MV = PQ$$

M – novčana ponuda,

V – brzina novčanog opticaja (broj obrta u prometu svake jedinice domaće valute u jednoj godini),

P – opšti indeks cena,

Q – fizičke jedinice autputa.

Klasični ekonomisti su verovali da V zavisi od institucionalnih faktora i da je konstantno. Takođe, verovali su da, izuzimajući trenutne poremećaje, u ekonomiji vladaju automatske tendencije koje vode privredu ka punoj zaposlenosti bez inflacije (ovo se zasniva na pretpostavci o savršenoj i trenutnoj fleksibilnosti svih cena, plata i kamatnih stopa). Na primer, bilo koji rast nezaposlenosti će biti automatski korigovan tako što će se smanjiti zarade, što će osigurati da se ponovo uspostavi puna zaposlenost. Tako je pretpostavljeno da je Q na nivou pune zaposlenosti fiksno. Kada su V i Q konstantni, promena M vodi direktnoj i proporcionalnoj promeni P.

Na taj način država koja ima deficit gubi zlato, njena ponuda novca pada i izaziva proporcionalni pad domaćih cena. Na primer, ako deficit platnog bilansa izazove smanjenje M od 10% to će u ovoj državi izazvati pad P za 10%. To će stimulisati izvoznike i destimulisati uvoznike. Suprotan sled događaja bi usledio u državi koja ima suficit. To jeste, rast suficita povećao bi novčanu ponudu (zbog priliva zlata) što bi izazvalo rast domaćih cena. To bi destimulisalo izvoznike i stimulisalo uvoznike. Proces se nastavlja sve dok se deficiti i suficiti ne eliminišu.

Primeti se da je proces prilagođavanja automatski, aktivira se čim se javi platnobilansna neravnoteža i nastavlja da deluje sve dok se neravnoteža u potpunosti ne eliminiše. Takođe, primeti se da se prilagođavanje zasniva na promeni domaćih cena u državama koje imaju neravnotežu. Prilagođavanje, se takođe zasniva na visokim cenovnim elastičnostima izvoza i uvoza, tako da se količine izvoza i uvoza trenutno i u značajnijoj meri prilagođavaju promenama cena.

Mehanizam uravnoteženja *price-specie-flow* uveo je Dejvid Hjum (*David Hume*) 1752. godine i koristio ga je da pokaže grešku u merkantilističkom verovanju da država može trajno da akumulira zlato tako što će izvoziti više nego što uvozi. Hjum je istakao da u procesu akumulacije zlata domaće cene počinju da rastu sve dok se generisani suficit (koji je i doveo do akumulacije zlata) ne eliminiše. Primer koji je koristi Hjum je neprevaziđen, odnosno pogrešno je pokušavati da se podigne nivo vode (količina zlata) iznad prirodnog nivoa sve dok su sudovi spojeni (tj. sve dok su države povezane u procesu međunarodne razmene).

Pošto su morale pasivno da dozvoljavaju promenu novčane ponude, države nisu mogle da koriste monetarnu politiku u cilju postizanja pune zaposlenosti bez inflacije. Ali to klasičnim ekonomistima nije predstavljalo teškoću, pošto su verovali da ekonomski sistemi imaju ugrađenu tendenciju da se kreću ka punoj zaposlenosti bez inflacije.

„Da bi funkcionisao proces prilagođavanja, zemlje nisu morale da vrše sterilizaciju (tj. da neutrališu efekte) platnobilansnog deficita ili suficita na novčanu ponudu. Naprotiv, pravila zlatnog standarda bila su da zemlja sa deficitom treba da pojača proces prilagođavanja još čvršćim kreditnim restrikcijama, a suficitna nacija treba da vrši kreditnu ekspanziju. Međutim, Nurkse i Blumfeld su utvrdili da monetarne vlasti to često nisu poštovale, tako što su sterilizovali deo (ali samo jedan deo) neravnoteže platnog bilansa. Mikaeli tvrdi da je to bilo neophodno da bi se ublažio proces prilagođavanja i da bi se sprečila smanjenja u novčanoj ponudi zemlje koja ima deficit i nagli rast novčane ponude u zemlji koja beleži suficit.“⁶

2.3. Prednosti i nedostaci zlatnog standarda

Sve do sada rečeno o mehanizmima prilagođavanja bile su pretpostavke o tome kako je mogao da izgleda mehanizam prilagođavanja pri zlatnom standardu. Posmatrajući praksu, Tausig i grupa njegovih studenata sa Harvarda utvrdili su da su se 1920-ih godina procesi prilagođavanja odvijali veoma brzo i glatko uz minimalne, skoro nulte transfere zlata između država. Tausig je utvrdio da su se platnobilansne neravnoteže uglavnom finansiranje međunarodnim tokovima kapitala, umjesto isporukama zlata kako je prethodno opisano.

Prema tome, kada je Velika Britanija imala platnobilansni deficit, njena novčana ponuda je padala, kamatne stope su rasle, što je doводilo do priliva kratkoročnog međunarodnog kapitala koji je pokrивao deficit. Velika Britanija je ove podsticaje pojačavala na taj način što je namerno podizala eskontnu stopu, koja se tada zvala bankarska stopa, što je još više povećavalo kamatne stope i priliv kapitala. Dalje, smanjenje novčane ponude u Velikoj Britaniji usled deficita uticalo je na jači pad domaće privredne aktivnosti nego što su padale cene, što je smanjivalo uvoz. Suprotno opisanoj korekciji deficita korigovan je suficit u platnom bilansu.

Ne samo da se najveći dio prilagođavanja pri zlatnom standardu nije odvijao onako kako je Hjum objasnio mehanizmom tokova cijena i zlatnika, nego je čak i u slučajevima kada je bio brz i ravnomeran, ovaj proces bio takav zbog specijalnih uslova koji su preovladavali u periodu zlatnog standarda. To je bio period velike privredne ekspanzije i stabilnosti u čitavom svetu. Britanska funta je bila značajna međunarodna valuta, a London je bio jedini međunarodni monetarni centar. Stoga nije moglo doći do rasta nepoverenja u funtu i prebacivanja u neku drugu valutu ili u neki drugi međunarodni finansijski centar. Fleksibilnost cena bila je veća nego danas, a države su više vodile računa o spoljnoj nego o unutrašnjoj ravnoteži. Vrlo je verovatno da bi, uz ovakve okolnosti, bilo koji međunarodni monetarni sistem prilično dobro funkcionisao.

Prednosti zlatnog standarda su:

1. Krajnje obezbeđenje od inflacije. Zbog svojih osnovnih rezervi, zlatni standard stvara stabilnost cena i eliminiše zloupotrebe od strane centralne banke, odnosno hiperinflaciju.
2. Automatsko prilagođavanje platnog bilansa putem price-specie-flow mehanizma.

⁶ Salvatore, D., (2009), Međunarodna ekonomija, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 778.

Nedostaci zlatnog standarda su:

1. Ponuda novoiskopanog zlata je toliko ograničena da međunarodna trgovina i investicije mogu ozbiljno da budu usporene zbog nedostatka dovoljnih monetarnih rezervi. Svetska privreda može da se suoči i sa deflacionim pritiscima.
2. Država može da napusti zlatni standard. Međunarodni zlatni standard nema mehanizama da primora svaku veliku državu da se ponaša u skladu sa pravilima igre.

Ponovno uspostavljanje zlatnog standarda, a da se istovremeno ne obezbede i uslovi koji su obezbeđivali njegovo funkcionisanje do 1880. godine do početka Prvog svetskog rata svakako bi dovelo da njegovog kolapsa. Svedeno, period zlatnog standarda obavljen je velom nostalgije „starih dobrih dana“ u šta je teško ljude razuveriti, a to se u izvesnoj meri proteže sve do današnjih dana. Međutim, nema izgleda da će zlatni standard ili bilo šta slično tome biti ponovo uvedeno u bliskoj budućnosti.

3. ISKUSTVO IZMEĐU DVA SVETSKA RATA

Kada je počeo Prvi svetski rat, nastala je potreba da se štampa više novca, nego što su to dozvoljavala pravila klasičnog zlatnog standarda. Bilo je potrebno kupiti oružje, municiju, unifrome, platiti vojnike. Pravila čistog zlatnog standarda su suspenovana u smislu da države nisu dozvoljavale izvoz zlata radi pokrića deficita u platnom bilansu, jer bi isto zlato neprijatelj mogao iskoristiti za kupovinu oružja. Pošto je rat potrajao čitave četiri godine, došlo je do emitovanja znatnih iznosa novca bez zlatnog pokrića. Tako se za kraj klasičnog zlatnog standarda može uzeti izbijanje Prvog svetskog rata, odnosno 1914. godina.

3.1. Pokušaj ponovnog uvođenja zlatnog standarda

Po završetku rata, trebalo je obnoviti međunarodni monetarni sistem. Tada nikome nije padalo na pamet da razmišlja o nekoj drugoj varijanti, već o načinu da se obnovi stari dobri zlatni standard. Međutim, pošto nije postojalo dovoljno rezervi da bi se garantovala konvertibilnost svog papirnog novca u zlato, uvođena su ograničenja u vidu tzv. zlatno – polužnog i zlatno-deviznog standarda.

Od 1919. do 1924. godine devizni kursevi su snažno fluktuirali. Shodno tome, nije se mogla razviti trgovina. Kada je jednom valuta oslabila, zbog špekulativnih očekivanja slabila je još više. Obrnuto se dešavalo sa jakim valutama, zbog ovih neosnovanih fluktuacija deviznih kurseva, obim trgovine nije rastao u srazmeri sa rastom BDP-a. Sve ovo je jačalo potrebu da se vrati zlatni standard.

Tako je u aprilu 1925. godine Velika Britanija vratila predratni paritet funte i zlata i ukinula embargo na izvoz zlata koji je bio na snazi od izbijanja Prvog svetskog rata. Ovaj primjer sledile su i ostale države (Švajcarska, Francuska i skandinavske države), mada su SAD to učinile još 1919. godine. Međutim, ovaj novi sistem nije bio čisti zlatni standard, a kao rezervna valuta ovde su korišćene i funte, ali i amerčki dolari i francuski franci. To je dovelo do ušteda u zlatu čije je učešće u ukupnoj međunarodnoj razmjeni, pri predratnim cenama i u svetlu značajnog rasta svih cena zbog rata, postalo mnogo manje.

Pošto je Velika Britanija izgubila veliki deo svoje konkurentnosti, pogotovu u odnosu na SAD, i likvidirala značajan deo stranih investicija da bi platila troškove rata, povratak na

predratni paritet, u stvari, doveo je do velikog precenjivanja funte. To je u Velikoj Britaniji dovelo do platnobilansnog deficita i do deflacije, koja je nastala u pokušaju da se deficit smiri.

Sa druge strane, Francuska je imala veliki platnobilansni suficit nakon što je franak stabilizovan na depresiranom nivou iz 1926. godine. Pokušavajući da od Pariza napravi međunarodni monetarni centar, Francuska je 1928. godine donela zakon po kome se izravnaje suficita moralo obaviti u zlatu, umesto u funtama ili nekoj drugoj valuti. To je izazvalo veliki odliv ionako osiromašenih zlatnih rezervi Velike Britanije i dovelo da prebacivanja kratkoročnog kapitala iz Londona u Pariz i Njujork. Kada je Francuska zatražila da svoje prethodno akumulirane funte, takođe, pretvori u zlato, Velika Britanija je bila primorana da obustavi konvertibilnost funte za zlato, što je bio i kraj zlatnog standarda. SAD je napustila zlatni standard 1933. godine.

Dok je odluka Francuske da konvertuje sve svoje funte u zlato predstavljala neposredni povod kolapsa zlatnog standarda, fundamentalni uzroci ovog događaja su bili:

1. “nedostatak adekvatnog mehanizma prilagođavanja, pošto su zemlje sterilizovale svoje neravnoteže tako što su uspostavile krajnje neodgovarajuće paritete,
2. ogromni destabilizujući tokovi kapitala između Londona i novih međunarodnih monetarnih centara, Njujorka i Pariza, i
3. izbijanje Velike depresije (koja je još i doprinela slomu postojećeg međunarodnog monetarnog sistema).”⁷

Međutim, verovatno je da bi bilo koji međunarodni monetarni sistem doživeo slom pod pritiskom depresije svetskih razmera.

Zlatni standard kojem su se države vratile sredinom 1920-ih bio je drugačiji nego što je važio pre 1914. godine. Glavna razlika je bila da je umesto dva sredstva međunarodnih rezervi, postojalo nekoliko valuta, koje su se mogle konvertovati u zlato i nazvati rezervama. Pored funte i francuskog franka, US dolar je takođe stekao značaj.

3.2. Dešavanja nakon prestanka zlatnog standarda

Nakon definitivnog kraja zlatnog standarda, u periodu od 1931. do 1936. godine nastao je period velike nestabilnosti i kompetitivnih devalvacija, do koga je došlo tako što su države pokušavale za “izvezu” svoju nezaposlenost.

Posle kraha berze i pojave velike depresije u 1929. godini mnoge banke, naročito u Austriji, Nemačkoj i SAD suočile su se sa velikim padom njihove portfolio vrednosti. U takvim uslovima Velika Britanija se suočila sa ogromnim odlivom zlata nakon čega je došlo do hroničnog deficita u platnom bilansu i pada poverenja u britansku funtu. Uprsko međunarodno koordiniranim naporima, zlatne rezerve su pale na tačku kada je više bio nemogućće održati zlatni standard.

SAD su u periodu od 1933. do 1934. godine iako su imale suficit devalvirale dolar (povećanjem dolarske cene zlata sa 20,67 na 35 dolara za uncu zlata), a sve to u cilju stimulacija izvoza. Nema potrebe za objašnjenje kolilka je ovo bila greška. Ekspazivne politike bi stimulisale privredu SAD uz istovremeno korigovanje ili smanjenje

⁷ Salvatore, D., (2009), Međunarodna ekonomija, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 779.

platnobilansnog suficita. Do 1936. godine devizni kursevi između najvažnijih valuta bili su opet isti kao što su bili 1930. godine, pre nego što je otpočeo proces kompetitivnih devalvacija. Jedini efekat je bio taj što je porasla vrednost zlatnih rezervi. Međutim, najveći deo deviznih rezervi je nestao u procesu masovnih konverzija u zlato u cilju zaštite od devalvacije.

Ovo je takođe bio period u kome su države uvodile veoma visoku carinsku zaštitu i druge značajne restrikcije, tako da je međunarodna razmena time skoro bila prepolovljena. Na primer, 1930. godine u SAD je usvojen čuveni Smut-Houlijev carinski zakon⁸ (Smoot-Hawley Tariff Act), koji je podigao uvozne carine u SAD na rekordne visine. Do 1939. godine umesto pune zaposlenosti najpre je nastala Velika depresija, a zatim rat.

Nurkse tvrdi da je međuratno iskustvo jasno pokazalo da prevagu imaju destabilizujuće špekulacije, a i da su fleksibilni devizni kursevi u osnovi nestabilni. Ovo iskustvo vrlo je značajno uticalo na saveznike da pri završetku Drugog svetskog rata uspostave međunarodni monetarni sistem koji ima određenu dozu fleksibilnosti ali istovremeno snažno insisitira na održanju fiksnih pariteta deviznih kurseva. U skorije vreme, međuratno iskustvo je ponovo analizirano i ustanovljeno je da su snažne fluktuacije deviznih kurseva u periodu od 1919. do 1924. godine, u stvari, bile odraz velikih neravnoteža stvorenih tokom Prvog svetskog rata i nestabilnosti u toku posleratne rekonstrukcije, što ni bilo kakav režim fiksnog kursa ne bi mogao da preživi.

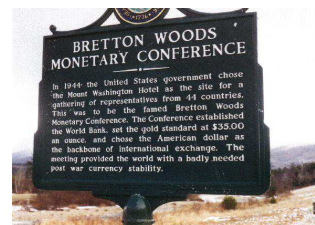
Sumirajući period između dva rata se karakteriše ekonomskim nacionalizmom, polunaporima i neuspehom u restauraciji zlatnog standarda, ekonomskom i političkom nestabilnošću, propašću banaka i paničnim bežanjem kapitala preko granice. Tokom tog perioda nije postojao konkretan međunarodni monetarni sistem, sa dubokim gubitničkim efektima na međunarodnu trgovinu i na investicije.

Prvi svetski rat i njegove posledice dovode do promene odnosa snaga u svetskoj privredi. Evropske države su pretrpele znatna ratna razaranja, Nemačkoj su određene velike ratne odštete (od čega je ona veoma malo platila), a SAD izbijaju na prvo mesto po ekonomskoj snazi i dolar postaje najvažnija svetska valuta.

⁸ Smut-Houlijev carinski zakon prvobitno je uveden da bi se pomoglo poljoprivredi SAD. Ali putem zajedničkog lobiranja u Kongresu, velike carine nametnute su i na uvoz industrijskih prerađevina. Cilj je očigledno bio da se ograniči uvoz da bi se podstakla domaća zaposlenost. Zakon je usvojen uprkos protestima 36 država koje su izjavile da će im zakon ozbiljno naškoditi i da će pribeći odmazdi. Predsednik Huver (Hoover) potpisao je zakon uprkos peticiji koju je potpisalo više od 1000 američkih ekonomista kojoj se tražilo da predsednik uloži veto. Rezultat je bio katastrofalan. Počevši od 1932. godine, kada je prosečna uvozna dažbina u SAD dostigla istorijski maksimum od 59%, 60 država je počelo sa odmazdama putem značajnog porasta sopstvenih carina, a sve to sured dublje svetske krize. Neto rezulta je bio kolaps svetske trgovine (uvoz SAD u 1932. godini bio je 32% od uvoza iz 1929. godine, a izvoz je opao još više), to je značajno doprinelo širenju i produbljivanju depresije širom sveta.

Drugi deo

BRETONVUDSKI SISTEM



1. NASTANAK I ELEMENTI BRETONVUDSKOG SISTEMA

Drugi svetski rat je potvrdio vodeću poziciju SAD. Njeni konkurenti na svetskoj sceni iz predratnog perioda su nazadovali, a SAD su ojačale. Još dok je rat trajao, počele su pripreme za uređenje međunarodnih ekonomskih odnosa kada se rat završi. SAD su imale najveći uticaj pri stvaranju tog sistema. Pošto je njihova privreda bila daleko najkonkurentnija, njoj je odgovarao sistem u kome će ta prednost doći do punog izražaja. To je značilo stvaranje jednog okvira za slobodu međunarodne trgovine, slobodu plaćanja, izvoza kapitala i transfera profita.

1.1. Nastanak bretonvudskog sistema

Osnove posleratnog međunarodnog ekonomskog sistema postavljene su na konferenciji u Breton Vudsu (Bretton Woods, New Hampshire, USA) 1944. godine, kada je doneta odluka o osnivanju Međunarodnog monetarnog fonda i Međunarodne banke za obnovu i razvoju, i na konferenciji u Havani 1947/48. godine kada je osnovan GATT – Opšti sporazum o carinama i trgovini. Sve na principima liberalizma.

U Breton Vudsu predstavnici SAD, Velike Britanije i još 42 države sastali su se i doneli odluku o tome kakav međunarodni monetarni sistem treba uspostaviti nakon završetka rata. Sistem koji je osmišljen u Breton Vudsu zahtevao je osnivanje Međunarodnog monetarnog fonda (MMF) radi:

1. "pregleda da li zemlje poštuju skup ustanovljenih pravila poslovanja u međunarodnoj razmeni i finansijama i
2. da obezbede sredstva za kreditiranje za nacije koje upadnu u privremene platnobilansne teškoće."⁹

⁹ Salvatore, D., (2009), Međunarodna ekonomija, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 780-781.

Od najvećeg značaja za predstavnike država na sastanku u Breton Vudsu 1944. godine bilo je sprečavanje ponovnog sloma međunarodnog finansijskog poretka, kao što je onaj koji je usledio nakon Prvog svetskog rata. Od 1918. do 1920. godine svet je svedočio rastu protekcionizma radi zaštite radnih mesta za one koji su se vratili iz rata, devalvaciji konkurentnosti iz istog razloga, i velikoj hiperinflaciji kako nemogućnosti povećanja uobičajenih poreza, što je dovelo do upotrebe skrivenih poreza. Sistem je trebalo da zaštiti države od promene deviznih kurseva radi dobijanja trgovinskih prednosti i omogući ograničenje inflatorne politike. To je značilo da je potrebna neka vrsta kontrole na promjenama deviznih kurseva, kao i rezerve za deficite država. Rezerve bi se obezbedile putem insitucije kreirane za tu svrhu, Međunarodnog monetarnog fonda koji je osnovan sa ciljem da prikuplja rezerve u nameri sprovođenja odredbi sporazuma potpisanog u Breton Vudsu.

Odredbe sporazuma zahtevale su od država članica MMF-a da:

1. promovišu međunarodnu monetarnu saradnju,
2. olakšaju rast trgovine,
3. uspostave sistem međunarodnih plaćana,
4. kreiraju rezerve.

Breton Vuds je doveo do formiranja sledećeg:

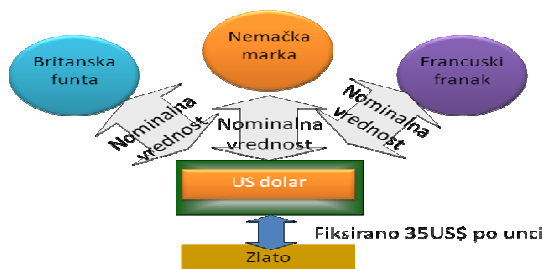
1. metoda fiksnih deviznih kurseva,
2. US dolar je zamenio zlatni standard i postao primarna rezervna valuta,
3. stvaranje tri međunarodne agencije za nadgledanje ekonomskih aktivnosti Međunarodni monetarni fond (MMF), Međunarodna banka za obnovu i razvoj – Svetska banka i Opšti sporazum o carinama i trgovini (GATT).

Novi međunarodni monetarni sistem u osnovi je značio pobedu američke delegacije, jer je usvojen predlog Harija Vajta (Harry D. White) iz američkog ministarstva finansija, umesto plana koji je podneo šef britanske delegacije Džon Majnard Kejns (*John Maynard Keynes*). Kejns je izneo zahtjev da se napravi jedna unija kliringa koja bi bila u stanju da kreira međunarodnu likvidnost, i to baš kao što neka nacionalna banka može da kreira domaći novac, a koja bi se bazirala na novoj novčanoj jedinici po imenu bankor (bancor). MMF je počeo da radi 1. marta 1947. godine i u početku je imao 30 država članica. Nakon prijema u članstvo bivših sovjetskih republika i drugih država tokom 1990-ih, MMF je 1997. godine imao 181 državu članicu. Nekoliko država nisu članovi MMF-a, poput Severne Koreje ili Kube.

1.2. Zlatno-valutni standard

Bretonvudski sistem je bio sistem zlatno-valutnog standarda. SAD je imala zadatak da drži fiksni zlatni standard od 35 US dolara po unci zlata i da bude spremna da razmeni dolare za zlato po toj ceni bez ikakvih restrikcija ili ograničenja. Druge države su imale zadatak da fiksiraju cenu njihovih valuta u odnosu na dolar, a posredno i za zlato, i da intervenišu na deviznim tržištima da bi sprečile odstupanja deviznog kursa koja bi bila veća od 1% iznad ili ispod pariteta. U okviru dozvoljenih granica fluktuacija, devizni kurs se formirao na osnovu dejstva sile ponude i tražnje.

Grafik 1. Funkcionisanje zlatno-valutnog standarda



Da bi država sprečila depresijaciju valute u većem procentu od dozvoljenih 1%, ona je morala da povlači svoje dolarske rezerve i da kupuje (povlači) sopstvenu valutu, ili bi, kada bi trebalo sprečavati valutu da apresira, država morala da kupuje dolare, i da tako povećava svoje devizne rezerve, ne bi li na taj način valuta ostala u postavljenim granicama od $\pm$ oko pariteta. Sve do kraja 1950-ih i početka 1960-ih godina, kada su druge valute postale potpuno konvertibilne, dolar je bio jedina rezervna valuta, tako da je ovaj sistem praktično bio zlatno-dolarski standard.

Države su finansirale svoj privremeni platnobilansni deficit iz svojih deviznih rezervi i tako što su pozajmljivale novac od MMF-a. Samo u slučaju fundamentalnih neravnoteža državi je bilo dozvoljeno da uz odobrenje MMF-a, promeni paritet svoje valute. Pojam “fundamentalna neravnoteža” nikada nije jasno definisan, nego se pod njim podrazumevalo postojanje velikih i trajnih platnobilansnih suficita ili deficita. Međutim, manje promene deviznog kursa (manje od 10%) bile su dozvoljene bez odobrenja MMF-a. Bretonvudski sistem je na ovaj način bio, u stvari, sistem prilagodljivih pariteta, barem u svojoj originalnoj postavci, gde se stabilnost deviznog kursa kombinuje sa izvesnim procentom fleksibilnosti. Akcenat na fiksnoj se najbolje može razumeti kao strogo nastojanje država da se izbegnu haotični uslovi u međunarodnoj razmeni i finansijama koji su preovladavali u međuratnom periodu.

Nakon perioda tranzicije posle rata, države su bile dužne da eliminišu sve restirkcije i da svoje valute učine potpuno konvertibilnim. Državama je bilo zabranjeno da uvode dodatne spoljnotrgovinske restirkcije, jer valutna konvertibilnost ne bi imala veći značaj, a već postojeće spoljnotrgovinske restirkcije trebalo je postepeno ukidati u okviru multilateralnih pregovora pod rukovodstvom GAAT-a. Međutim, restirkcije na međunarodne likvidne tokove kapitala su bile dozvoljene da bi države mogle da zaštite svoje valute od destabilizujućih tokova međunarodnih novčanih tokova ili “vrućeg” novca.

Pozajmljivanje od MMF bio je ograničeno na pokrivanje povremenih platnobilansnih deficita i zajmovi su se morali otplatiti u periodu od tri do pet godina, da se sredstva MMF-a ne bi pretvorila u dugoročne kredite. Dugoročna razvojna pomoć obezbeđivala se od Međunarodne banke za obnovu i razvoj (*International Bank for Reconstruction and Development – IBRD* ili *World Bank*) i njenih članica, IDA (*International Development Association*) koja je osnovana 1960. godine u cilju davanja zajmova pod subvencionisanim uslovima siromašnim državama u razvoju i IFC (*International Finance Corporation*) koja je osnovana 1956. godine da bi podsticala privatne investicije u države u razvoju iz sopstvenih i stranih izvora.

MMF je, takođe, dobio zadatak da skuplja i distribuira podatke o platnom bilansu, međunarodnoj razmeni i drugim ekonomskim podacima država članica. Danas MMF objavljuje, između ostalog, *International Financial Statistics* i *Direction of Trade Statistics*, najautoritativnije izvore uporednih vremenskih serija podataka o platnom bilansu, trgovini i drugim ekonomskim indikatorima država članica.

1.3. Pravila zaduživanja kod Međunarodnog monetarnog fonda

Svaka država, nakon što postane članica MMF-a, dobija kvotu koja se bazira na njenom ekonomskom značaju i na obimu međunarodne razmene. Visina kvote određuje glasačku snagu države i njenu sposobnost zaduživanja kod MMF-a. Ukupna sredstva MMF-a su 1944. godine iznosila 8,8 milijardi US dolara. SAD je, kao najsnažnija država, dobila kvotu od 31%. Kvote se revidiraju svakih pet godina u cilju održanja relativnog ekonomskog značaja država članica. Krajem februara 2000. godine ukupna sredstva od kvota narasla su na 210,3 milijardi specijalnih prava vučenja (*special drawing rights* – SDR) ili 281,6 milijardi US dolara do čega je došlo usled rasta broja članica i periodičnih povećanja kvota. Kvota SAD je opala na 17,7%, kvota za Japan i Nemačku bile su respektivno 6,3 i 6,2%, a Francuska i Velika Britanija imale su kvotu od 5,1%.

Nakon pristupanja MMF-u, država je bila dužna da uplati 25% svoje kvote u zlatu, a ostatak u domaćoj valuti. Prilikom uzimanja zajma od MMF-a, država bi dobila konvertibilnu valutu, a za uzvrat je morala da deponuje ekvivalentnu (dodatnu) vrijednost domaće valute, sve dok MMF ne bi držao gornji limit od 200% vrednosti kvote te države u domaćoj valuti.

Prema originalnim pravilima MMF-a, država je u svakoj godini morala da pozajmi 25% svoje kvote, dok ne dostigne total od 125% kvote u okviru petogodišnjeg perioda. Država je mogla da povuče privih 25% kvote, zlatnu tranšu, gotovo automatski, bez ikakvih restrikcija ili uslovljavanja. Sve sledeće pozajmice kreditne tranše, MMF je ustupao po sve većoj kamatnoj stopi i uvodio je sve veću i veću superviziju i uslovljavanje da bi se osigurao da će država prihvatiti odgovarajuće mere da bi eliminisala platnobilansni deficit.

Otplata je morala da se izvrši u roku od tri do pet godina i uključivala je ponovni otkup domaće valute od MMF-a, kada je, u stvari, država prodavala konvertibilnu valutu MMF-u, sve dok on ne bi opet imao maksimalno 75% kvote države u domaćoj valuti. MMF je dozvolio otplatu u valutama u kojima je držao manje od 75% vrednosti kvote. Ako je pre nego što je Država A obavila plaćanje Država B uzela kredit od MMF-a u valuti Države A, onda će Država A završiti otplatu zajma čim u držanju Države B bude njene valute u iznosu od 75% njene kvote.

Ako količina nacionalne valute kod MMF-a padne ispod 75% od vrednosti kvote, država može da razliku pozajmi od MMF-a, a da ne mora da otplati zajam. To se zove super zlatna tranša. U slučaju da MMF ostane bez neke valute, on tu valutu proglašava “retkom” i dozvoljava državama članicama da u razmeni ne prihvataju tu valutu. Razlog za to što je MMF smatrao da je platnobilansno prilagođavanje obaveza kako država članica koje imaju deficit tako i država koje imaju suficit. Međutim, nikada za sve ove godine od MMF-a nije traženo da se ovaj zahtev primeni.

Zlatna tranša plus super zlatna tranša (ako je bude) ili minus iznos zajma (ako ga bude) daju poziciju koja se naziva neto MMF pozicija države (*net IMF position*). Na taj način neto pozicija se definiše kao visina kvote minus visina zajma koji država ima kod MMF-a u svojoj valuti. Količina zlatnih rezervi koju država ulaže u MMF prilikom pristupanja nazvan je

rezervna pozicija države i ona se dodaje deviznim rezervama države, zajedno sa specijalnim pravima vučenja (SPR – *Special Drawing Rights*) i drugim konvertibilnim valutama.

2. FUNKCIONISANJE I RAZVOJ BRETONVUDSKOG SISTEMA

2.1. Funkcionisanje bretonvudskog sistema

Dok je bretonvudski sistem predvideo i dozvoljavao promene pariteta u slučaju fundamentalne neravnoteže, u praksi su se države veoma nerado odlučivale za taj korak sve dok to nije postajalo prekasno, odnosno kada su ih na to naterale destabilizujuće špekulacije. Države sa deficitom nerado su devalvirale, jer se to smatralo znakom slabosti države. Države sa suficitom su se opirale revalvacijama i radije su i dalje prikupljale devizne rezerve.

“Na taj način, od 1950. godine sve do avgusta 1971. godine:

- Velika Britanija je devalvirala samo jednom, 1967. godine,
- Francuska je to učinila dvaput, 1957. i 1969. godine,
- Zapadna Nemačka je revalvirala 1961. i 1969. godine,
- dok su SAD, Italija i Japan od početka do kraja zadržali svoje paritete.”¹⁰

U međuvremenu, Kanada koja nije usvojila pravila MMF-a, imala je fluktuirajući kurs od 1950. do 1962. godine, a zatim ga ponovo uvela 1970. godine. Sa druge strane, države u razvoju su veoma često devalvirale.

“Nespremnost razvijenih zemalja da promene paritet imalo je dva značajna efekta. Prvo, to je bretonvudskom sistemu uskratilo veliki stepen fleksibilnosti u procesu uravnoteženja platnih bilansa država članica. Upravo je to odigralo ključnu ulogu u kolapsu sistema iz avgusta 1971. godine. Drugo, što je vezano za prethodnu tačku, nespremnost razvijenih zemalja da promene paritet u slučaju fundamentalne neravnoteže izazvalo je ogromne destabilizujuće međunarodne tokove kapitala i otvorilo put špekulantima da ostvare unosne zarade.”¹¹

Posebno, država poput Velike Britanija sa hroničnim platnobilansnim deficitom u najvećem delu posleratnog perioda, iskusila je velike odlive likvidnog kapitala u očekivanju da će funta devalvirati. Ova očekivanja su postala samoispunjavajuća, a Velika Britanija je bila prinuđena da devalvira 1967. godine, nakon ozbiljnog pokušaja da se izvrši deflacija ne bi li se izbegla depresijacija. Sa druge strane, države poput Zapadne Nemačke, koje su imale hronične platnobilansne suficite, dobijale su ogromne prilive kapitala, u očekivanju da će marka revalvirati. Stoga je revalvacija marke iz 1961. godine postala neizbežna, a situacija se ponovila i 1969. godine.

Konvertibilnost dolara u odnosu na zlato nastavila se ubrzo nakon završetka Drugog svetskog rata. Najvažnije evropske valute postale su *de facto* konvertibilne u tekućim transakcijama 1958. godine, a *de jure*, odnosno formalno, 1961. godine. Japanski jen postao je formalno

¹⁰ Salvatore, D., (2009), Međunarodna ekonomija, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 783.

¹¹ Salvatore, D., (2009), Međunarodna ekonomija, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 784.

konvertibilan 1964. godine. Restrikcije na kapitalnom tržištu bile su dozvoljene jer su države želele da se zaštite od destabilizujućih kapitalnih tokova. Uprkos ovim restrikcijama, posleratna era je prošla kroz faze ogromnih destabilizujućih tokova kapitala, koje su postajale sve češće i sve razornije, te su kulminirale slomom bretonvudskog sistema iz avgusta 1971. godine. Ovi veliki tokovi „vrućeg“ novca bili su omogućeni i javili su se zahvaljujući brzom rastu tržišta evrovaluta iz 1960-ih godina.

Na osnovu Akta o ekspanziji razmene iz 1962. godine i pod pokroviteljstvom GATT-a SAD su inicirale i uključile se u brojne multilateralne trgovinske sporazume (tzv. Kenedijeva runda pregovora), koji je doveo do obaranja carina na industrijske proizvode na ispod 10%. Međutim, preostale su mnoge necarinske barijere, naročito u poljoprivredi i u oblasti jednostavnih industrijskih proizvoda kao što je tekstil, koji je od posebne važnosti za države u razvoju. Takođe, ovo je bio period kada je napravljeno nekoliko pokušaja da se pojača ekonomska integracije, od čega je najuspješniji bio pokušaj stvaranja Evropske unije (EU), koja se tada zvala Evropsko zajedničko tržište.

2.2. Razvoj bretonvudskog sistema

Bretonvudski sistem se razvijao u nekoliko značajnih pravaca, kao odgovor na promjenjene okolnosti. U toku 1962. godine MMF je sačinio Opšti sporazum o zajmovima (*General Arrangements to Borrow – GAB*) do 6 milijardi US dolara od tzv. grupe od deset najrazvijenijih država (SAD, Velika Britanija, Zapadna Nemačka, Japan, Francuska, Italija, Kanada, Holandija, Belgija i Švedska) i Švajcarske, ne bi li tako dopunio svoja sredstva, ukoliko to bude potrebno, da njima pomogne države sa platnobilansnim teškoćama. Ova suma od 6 milijardi US dolara bila je preko i iznad sume periodičnih povećanja definisanim članovima Sporazuma koji su sačinjeni pri osnivanju MMF-a. GAB je u narednim godinama bio obnavljan i proširivan.

Počevši od početka 1960-ih godina, države članice su počele da pregovaraju stendbaj aranžmane (*standby arrangements*). Oni se odnose na dobijanje dozvole na osnovu koje država kasnije uzima zajmove od MMF-a. Kada se jednom ispregovara stendbaj aranžman, a država plati malu naknadu od jedne 0,25% od dogovorne sume, državi je bilo dozvoljeno da trenutno čim nastane potreba podigne ovaj dodatni zajam uz kamatnu stopu od 5,5% godišnje na sredstva koja stvarno pozajmi. Stand baj aranžmani su često ugovarani kao prva linija odbrane od destabilizujućih tokova „vrućeg“ novca. Nakon nekoliko povećanja kvota, ukupni resursi MMF dostigli su do kraja 1971. godine iznos od 28,5 milijardi US dolara (od čega je 6,7 milijardi US dolara, ili oko 23,5%, bila kvota SAD). Do kraja 1971. godine, MMF je pozajmio oko 22 milijarde US dolara (uglavnom nakon 1956. godine), od čega je oko 4 milijarde duga ostalo neizmireno. Takođe, MMF je promenio pravila i dozvolio državama da uzimaju zajmove u visini do 50% svoje kvote u svakoj godini, a prethodno je limit bio 25%.

Nacionalne centralne banke, takođe, su počele da pregovaraju tzv. svop aranžmane (*swap arrangements*) gde su razmenjivale valute u nameri da se interveniše na deviznom tržištu ne bi li se suprotstavile tokovima „vrućeg“ novca. Pošto je centralna banka u državi sa veliki prilivom kapitala mogla da proda valutu u nameri da podigne terminski kurs ili da smanji terminsku premiju na stranu valutu i destimuliše destabilizujuće tokove „vrućeg novca“. Svop aranžmani su ugovorani za specifične vremenske periode, uz garantovani devizni kurs. Po dospeću, ili se obavljala obratna transakcija ili se aranžman ponovo pregovarao za naredni period. Tokom 1960-ih, SAD i evropske države ugovorile su brojne aranžmane ove vrste.

Najznačajnija promena koju je doneo bretonvudski sistem tokom perioda od 1947. do 1971. godine bilo je stvaranje specijalnih prava vučenja (*Special Drawing Rights* – SDRs) što je bio dodatak međunarodnim rezervama zlata, strane valute i rezervne pozicije u MMF-u. Nekada su ga nazivali papirnim zlatom, specijalna prava vučenja postaju aktiva u knjigama MMF-a. Specijalna prava vučenja nisu imala pokriće u zlatu ili bilo kojoj drugoj valuti, ali su predstavljala prave devizne rezerve koje je kreirao MMF. Njihova vrednost je proistekla iz dogovora država članica. Specijalna prava vučenja su se mogla koristiti samo u poslovanju centralnih banaka u cilju finansiranja platnobilansnih suficita i deficita, dok nije bilo dozvoljeno korišćenje u komercijalnim poslovima. Ukoliko bi država imala više ili manje specijalnih prava vučenja od sume koja joj je dodeljena naplaćivalo se 1,5% (kasnije 5%, a sada se naplaćuje tržišna kamatna stopa). Razlog je ležao u tome da se države sa suficitom i države sa deficitom nateraju da koriguju svoje platnobilansne neravnoteže.

Na sastanku MMF-a iz 1967. godine u Rio de Žaneiru, bilo je dogovoreno da se kreiraju specijalna prava vučenja u iznosu od 9,5 milijardi US dolara i da se distribuiraju državama članicama u skladu sa njihovom kvotom u MMF-u, i da se to obavi u tri rate, u januaru 1970, 1971, i 1972. godine. Dalje raspodele specijalnih prava vučenja su vršene u periodu 1979-1981. godine. Vrednost jedne jedinice specijalnih prava vučenja inicijalno je postavljena na 1\$, ali im je kao rezultat devalvacije dolara vrednost rasla u 1971. i 1973. godini. Počevši od 1974. godine, vrednost specijalnog prava vučenja bila je vezana za korpu valuta.

Razvijene države (SAD, Velika Britanija, Zapadna Nemačka, Francuska, Italija, Švajcarska, Belgija i Holancija) su 1961. godine osnovale tzv. zlatni pul (gold pool) na inicijativu SAD u cilju zajedničkog nastupa na Londonskoj Berzi da bi se sprečio rast vrednosti dolara iznad zvanične cene od 35 US dolara za uncu. Ova aktivnost je prestala kao rezultat zlatne krize iz 1968. godine kada je ustanovljeno dvojno tržište zlata. Na taj način je u oficijenim transakcijama između centralnih banaka vrednost zlata očuvana na nivou 35 US dolara za uncu, dok je u komercijalnim transakcijama bilo dozvoljeno da se kreće slobodno u skladu sa kretanjima ponude i tražnje. Ovi koraci su preduzeti da bi se očuvao nivo zlatnih rezervi SAD. Tokom godina, članstvo u MMF-u dobile su skoro sve države sveta. Uprkos ograničenjima bretonvudskog sistema, posleratni period do 1971. godine karakterisao je rast svetskog outputa, dok je međunarodna razmena rasla još brže. Sve u svemu, može se reći da je bretonvudski sistem funkcionisao prilično dobro sve do sredine 1960-ih godina.

3. SLOM BRETONVUDSKOG SISTEMA

3.1. Uloga dolara u bretonvudskom sistemu

Kada je reč o ulozi dolara u bretonvudskom sistemu, mnogi ekonomisti skloni su reći da je to “fabrička greška” napravljena u Breton Vudsu pri stvaranju MMF, ali greška namerno napravljena. Taj sistem je podrazumevao da dolar igra ulogu svetskog novca: da se u dolarima iskazuju devizni pariteti drugih valuta, vrše međunarodna plaćanja, prave kalkulacije i fakturišu cene, da se dolari drže kao monetarna rezerva u drugim zemljama, da i stranci štede u dolarima. Znači, da dolar bude podloga međunarodne likvidnosti.”¹²

Međutim, kako se povećavao obim međunarodne trgovine, promet usluga, razvijao turizam, kako su se širili poslovi multinacionalnih kompanija, povećavao izvoz kapitala, radničkih doznaka i sl, rasla je i potreba za obezbeđivanjem odgovarajućeg iznosa sredstava kojima će

¹² Jovanović Gavrilović, P, (2009), Potreban je novi, viševalutni svetski monetarni sistem, naučni članak, ACTA ECONOMICA, Ekonomski fakultet Univerziteta u Banjoj Luci, Banja Luka, str. 78.

se te transakcije pokrivati, rasla je potreba povećanja međunarodne likvidnosti. Izvorni bretonvudski sistem je podrazumevao da tu ulogu igra dolar.

Da bi dolar mogao zadovoljiti te rastuće potrebe za povećanjem međunarodne likvidnosti, bilo je potrebno da dolari iz SAD odlaze u svet i da tamo igraju ulogu svetskog novca. A dolari u svet odlaze kroz deficit platnog bilansa SAD. To predstavlja grešku iz Breton Vudsa, valuta države koja ima deficit treba da uživa opšte poverenje u svetu i da tamo bude prihvaćena kao sredstvo plaćanja, obračuna i rezervi.

3.2. Platnobilansni deficit SAD

Od 1945. do 1949. godine, SAD su konstantno beležile ogromne platnobilansne suficite sa Evropom i sastavile Maršalov plan pomoći u rekonstrukciji Evrope. Sa oporavkom evropskih država koje je više ili manje bilo završeno do 1950. godine, američki platni bilans se preokrenuo u pravcu deficita. Do 1957. godine, deficiti su bili prilično mali, oko 1 milijarde dolara svake godine. Ovi deficiti su omogućili evropskim državama i Japanu da prikupe devizne rezerve. Ovo je bio period nestašice dolara. Sad su deficite pravile uglavnom u dolarima. Države sa suficitom rado su prihvatale dolar, jer je:

1. „SAD u svakom trenutku bila spremna da dolare razmenjuje za zlato po fiksnoj ceni od 35 US\$ za uncu zlata, čime je uticala da dolar bude „jednako dobar kao zlato“,
2. dolari su se mogli koristiti u međunarodnim transakcijama sa bilo kojom drugom zemljom (tj. dolar je bio istinska međunarodna valuta), i
3. dolarski depoziti donosili su kamatu, a zlato nije.“¹³

Polazeći od 1958. godine, platnobilansni deficit SAD se snažno uvećao i iznosio je u proseku preko 3 milijarde US dolara godišnje. Deficiti su od tada rasli, najpre zahvaljujući ogromnom rastu kapitalnih odliva (najveći deo se odnosio na direktno investiranje u Evropu), a zatim je u SAD otpočeo period visoke inflacije (povezan sa prekomernom emisijom novca tokom vijetnamskog rata), što je vodilo, počevši od 1968. godine, virtuelnom nestanku tradicionalnih suficita u spoljnotrgovinskom bilansu SAD. Svoj deficit SAD su finansirale emisijom dolara tako da je do 1970. godine količina dolara u opticaju iznosila više od 40 milijardi US dolara, od 13 milijardi US dolara iz 1949. godine. Istovremeno, rezerve zlata su se smanjile sa 25 milijardi US dolara iz 1949. godine na 11 milijardi US dolara iz 1970. godine.

Kako je deficit potrajao, a vremenom i rastao, rezerve zlata su se smanjivale, a dolarske rezerve u inostranstvu su rasle sve do tačke kada su početkom 1960-tih počele da nadmašuju zlatne rezerve. Pošto je dolar bio međunarodna valuta, SAD su osećale da ne mogu da devalviraju da bi korigovale svoj platnobilansni deficit. Umesto toga, one su pristupile nizu drugih politika koje su, međutim, imale veoma ograničeno dejstvo, kao što su: uslovljavanje američke pomoći kupovinom američke robe, poseban porez za strance pri kupovini američkih hartija od vrednosti (*interest equalization taxes*) i program “dobrovoljnog” ograničavanja izvoza kapitala (*voluntary capital control program*).

Jedna od tih politika je bio pokušaj ranih 1960-ih godina da se kratkoročna kamatna stopa drži veoma visoko da bi osujetila kratkoročni odliv kapitala, dok je istovremeno dugoročna kamatna stopa držana relativno nisko da bi stimulisala privredni rast (čuvena “operacija tvist” – “*operation twist*”). Takođe, SAD su intervenisale na deviznom tržištu i vršile terminsku

¹³ Salvatore, D., (2009), Međunarodna ekonomija, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 787.

prodaju jakih valuta, poput nemačke marke, da bi povećale terminski diskont i na taj način zaustavile odliv po osnovu pokrivenog kamatnog pariteta.

Takođe, intervenisale su i na promptnom tržištu, ne bi li tako ojačale dolar. Resursi za intervencije na terminskom i promptnom tržištu obično se dobijaju iz svop aranžmana sa drugim centralnim bankama i iz stendbaj aranžmana sa MMF-om. SAD su preduzele dodatne korake da podstaknu izvoz, da smanje vojne i druge državne rashode u inostranstvu i uslovile su da se najveći deo strane pomoći mora potrošiti u SAD. Nadalje, u periodu 1963. do 1968. godine, SAD su uvele niz direktnih kontrola kapitalnih odliva. Uveden je porez na izjednačavanje kamata, program stranih investicija i restrikcije zajmova strancima.

Sve navedene mere dale su određene rezultate, tako je u 1965. godini deficit platnog bilansa SAD bio najniži od 1950. godine. Međutim, to je bilo samo privremeno. Da bi destimulisale konverziju viška dolara u zlato i dalje smanjenje zlatnih rezervi, SAD su kreirale tzv. *Roosa bonds*. To su bile srednjoročne obveznice denominirane u dolarima sa garantovanim deviznim kursom. Bez obzira na to, devizne rezerve su i dalje padale, dok se količina dolara u inostranstvu povećavala sve dok 1970. godine nije postala četiri puta veća od vrednosti zlatnih rezervi.

U svetlu velikih i upornih platnobilansnih deficita i sve slabijih rezervi zlata, postalo je jasno da je neophodna korekcija pariteta. SAD su neuspešno pokušavale da tokom 1970. i 1971. godine ubede nacije koje su imale suficit, naročito Nemačku i Japan da revalviraju svoje valute. Ali do tada su već narasla očekivanja da će SAD morati pre ili kasnije da devalviraju dolar. Do tada je međunarodno tržište kapitala, kroz tržište evrovaluta, već postalo veoma integrisano. To je dovelo do ogromnih destabilizujućih kretanja kapitala koji je bežao iz dolara u jače valute, naročito u nemačku marku, japanski jen i švajcarski franak. Tako je 15. avgusta 1971. godine Nikson bio prisiljen da suspenduje konvertibilnost dolara u zlato. Tako je "zlatni prozor" zatvoren, a Bretonvudski sporazum praktično mrtav. Istovremeno, uvedena je kontrola cena i plata kao i privremena naknada taksa na uvoz u iznosu od 10% za koju je planirano da bude ukinuta kada se platni bilans dovede u ravnotežu.

Mogućnost da finansira svoj platnobilansni deficit u dolarima takođe je predstavljalo značajnu prednost za SAD koja nije stajala na raspolaganja drugim državama, jer su se morale pridržavati strogih ograničenja u vidu limitiranih rezervi zlata i deviznih rezervi za isplatu deficita. Dobit od emisije novca za domaću upotrebu ili za potrebe cirkulisanja u vidu međunarodne valute naziva se emisiona dobit (*seigniorage*). Međutim, cena ove privilegije plaćena je u SAD veoma skupo. SAD nije smela da devalvira (kao što su to povremeno činile Velika Britanija, Francuska itd), a dato ne dovede do kolapsa bretonvudskog sistema. Monetarna politika imala je mnogo više ograničenja u SAD nego u drugim državama. Posledično, pri korigovanju svog platnobilansnog deficita SAD se morala snažnije oslanjati na fiskalnu politiku i na ad hoc mere, kao što su kontrola kapitalnih tokova.

Teško je utvrditi da je, sve u svemu, SAD imala više koristi ili štete od toga što je dolar postao međunarodna valuta. U svakom slučaju, Francuska, Nemačka, Japan i ostale države koje su imale suficit počele su da smatraju da SAD zloupotrebljava svoju poziciju svetskog bankara time što stvara višak likvidnosti i održava visoke platnobilansne deficite. Nespremnost Nemačke i Japana za revalvaciju naterala je SAD na devalvaciju i na taj način kolaps bretonvudskog sistema. U velikoj meri bila je to politička odluka kojom se htelo postići da se SAD skloni sa pozicije svetskog bankara ili da im se oduzmu "neumerene privilegije" ("*privilege exorbitant*" po rečima Šarla de Gola). Ironija ipak leži u tome što je dolar ostao međunarodna valuta i kada je izgubio zlatno pokriće nakon sloma bretonvudskog

sistema iz avgusta 1971. godine, pa čak i kada mu je dozvoljeno da fluktuiru, marta 1973. godine. Zaista, količina dolara u inostranstvu je od tada dramatično padala.

3.3. Kolaps bretonvudskog sistema

Prvi problemi u funkcionisanju bretonvudskog sistema uočeni su početkom 1960-ih godina. “Još 1960. godine Robert Triffin (Robert Triffin) je pred Konkresom SAD ukazivao na problem, koji je nazva Trifinovom dilemom, a svodi se na sledeće:

- Ako Amerika zaustavi hronični deficit svog platnog bilansa, svet će izgubiti glavni izvor dodatne likvidnosti. Nedovoljna likvidnost može uvući svetsku privredu u kontrakcionu spiralu, što vodi nestabilnosti,
- Ako SAD nastave sa deficitom, priliv dolara u svetsku privredu podstaći će privredni rast u svetu. S druge strane, visok deficit platnog bilansa SAD dovodi do zasićenosti sveta dolarima, što krnji poverenje u tu valutu. Ako nema poverenja u dolar, svet ga neće prihvatiti kao rezervnu valutu. To može dovesti do napuštanja sistema čvrstih deviznih kurseva i izazvati nestabilnost.”¹⁴

Kako je prethodno objašnjeno, neposredni povod kolapsa bretonvudskog sistema bila su očekivanja sa kraja 1970. i početka 1971. godine da će, zbog ogromnog platnobilanskog deficita, SAD uskoro biti prisiljena da devalvira dolar. To je dovelo do masovnog bega likvidnosti kapitala što je 15. avgusta 1970. godine nateralo predsednika Niksona da ukine konvertibilnost dolara za zlato, i da uvede dodatne uvozne naknade od 10% vrednosti uvoza.

Decembra 1971. godine predstavnici grupe deset najrazvijenijih država sastali su se u Smitsonijan insititutu u Vašingtonu i složili se da povećaju dolarsku cenu zlata sa 35 na 38 US dolara za uncu. To je značilo devalvaciju dolara za oko 9%. Istovremeno nemačka marka je revalvirala oko 17%, japanski jen oko 14%, a druge valute su revalvirale nešto manje u odnosu na dolar. Nadalje, raspon fluktuacija povećao se sa 1% na 2,25% sa obe strane novih kurseva, a SAD su ukinule dodatne uvozne naknade od 10%. Pošto se dolar više nije razmenjivao za zlato, svet je od tada funkcionisao na dolarskom standardu. Predsednik Nikson je pozdravio ovaj Smitsonijan Sporazum (*Smithsonian Agreement*) kao “najznačajniji monetarni sporazum u istoriji sveta” i obećao je da “dolar više nikada neće devalvirati”.

Međutim, sa drugim velikim platnobilansnim deficitom iz 1972. godine, od 9 milijardi US dolara, stekao se utisak da Smitsonijan Sporazum ne funkcioniše i da je potrebna još jedna devalvacija dolara. Ovakva očekivanja dovela su do obnovljenih špekulacija i februara 1973. godine postala su samoispunjavanjuća kada je dolar nanovo depresirao za oko 10% (što je postignuto zvaničnim rastom cene zlata na 42.22 US dolara za uncu). Istovremeno, dolar se više nije razmenjivao za zlato. Marta 1972. godine originalnih šest članica Evropske komisije donele su odluku da njihove valute zajednički plivaju u odnosu na dolar sa ukupnim rasponom fluktuacija od svega 2,25%, umesto 4,5% kako je bilo dogovoreno decembra 1971. godine. Ovaj potez nazvan je “evropska zmija” ili “zmija u tunelu” i trajao je do marta 1973. godine.

Kada su se marta 1973. godine ponovo javile špekulacije vezane za dolar, monetarne vlasti najvećih država odlučile su da dozvole da njihove valute fluktuiraju bilo nezavisno (US dolar, britanska funta, japanski jen, italijanska lira, kanadski dolar i švajcarski franak) ili zajedno

¹⁴ Jovanović Gavrilović, P, (2009), Potreban je novi, viševalutni svetski monetarni sistem, naučni članak, ACTA ECONOMICA, Ekonomski fakultet Univerziteta u Banjoj Luci, Banja Luka, str. 79.

(nemačka marka, francuski franak i valute ostalih šest država centralne i severne Evrope – i formirale su zmiju sa maksimalnim ukupnim rasponom od 2,25% između najslabije i najjače valute u odnosu na dolar). Tako je rođen novi režim rukovođeno fleksibilnog deviznog kursa. Francuska je napustila zmiju tokom 1974, Norveška je to učinila 1977, a Švedska 1978. godine (Velika Britanija, Italija i Irska se 1973. godine nisu ni pridružile).

Dok je direktni povod kolapsa bretonvudskog sistema bio ogroman platnobilansni deficit SAD iz 1970. i 1971. godine, fundamentalni uzrok trebalo bi tražiti u problemima likvidnosti, prilagođavanja i nedostatka poverenja. Likvidnost se odnosi na količinu deviznih rezervi u odnosu na potrebu koja za njima vlada. Međunarodne rezerve sastoje se iz zvaničnih rezervi zlata, strane valute (uglavnom dolara), rezervne pozicije u MMF-u i specijalnih prava vučenja. Tabela 2. pokazuje da je rast likvidnosti u bretonvudskom sistemu uglavnom bio rezultat rasta zvaničnih deviznih rezervi, uglavnom dolara, koji su korišćeni za finansiranje platnobilansnog deficita SAD.

**Tabela 2. Devizne rezerve 1950-1973, u odobranim godinama
(milijardi US dolara krajem godine)**

	1950	1960	1969	1970	1971	1972	1973
Zlato (zvanična cena)	33	38	39	37	36	36	36
Strana valuta	13	19	33	45	75	96	102
Specijalna prava vučenja				3	6	9	9
Rezervna pozicija u MMF	2	4	7	8	6	6	6
Ukupno	48	61	79	93	123	147	153

Izvor: International Monetary Fund, (1989), International Financial Statistics Yearbook.

U Tabeli 2, sve devizne rezerve izražene su u US dolarima, mada ih je MMF tada već vodio u formi specijalnih prava vučenja. Jedno specijalno pravo vučenja bilo je sve do 1970. godine jednako vrednosti 1 US dolar, u 1971. i 1972. godini vredelo je oko 1,09 US dolara, a 1973. godine oko 1,21 US dolara. Zlatne rezerve vrednovane su po zvaničnoj ceni zlato od 35 US dolara za uncu do 1970. godine, 38 US dolara za uncu u 1971. i 1972. godini, i 42,22 US dolara za uncu u 1973. godini. Po slobodnoj tržišnoj ceni zlata na Londonskoj berzi od 112,25 US dolara za uncu koja je važila krajem 1973. godine, ukupne zlatne rezerve u svetu vredele su 115 milijardi US dolara. Radi jednostavnosti, sve rezerve smo iskazivali u dolarima umesto u specijalnim pravima vučenja, a zlatne rezerve su vrednovane po zvaničnoj ceni.

Međunarodna likvidnost je neophodna da bi države finansirale svoj privremeni platnobilansni deficit bez trgovinskih restrikcija, sve dok su mehanizmi prilagođavanja u stanju da ravnomerno koriguju deficite. Nedovoljna likvidnost ugrožava ekspanziju svetske trgovine. S druge strane, višak likvidnosti dovodi do inflatornih pritisaka u celom svetu. Ali to je pokrenulo ozbiljnu dilemu. U bretonvudskom sistemu najveći deo likvidnosti stvarao se iz platnobilansnog deficita SAD. Međutim, što su deficiti postajali veći, u rukama stranaca se akumuliralo sve više i više neželjenih dolara, a poverenje u dolar postajalo je sve manje. Nestašice dolara iz 1950-ih zamenilo je obilje dolara (*dollar glut*) iz 1960-ih.

Upravo to je bio razlog da MMF 1967. godine kreira specijalna prava vučenja u iznosu od 9,5 milijardi US dolara, u nadi da će SAD uskoro moći da sanira deficit. Specijalna prava vučenja su podeljena u tri tranše, u januaru 1970, 1971, i 1972. godine, u isto vreme kada je sve trpeo od viška likvidnosti zbog velikih platnobilansnih deficita SAD. Rast specijalnih prava vučenja iz 1970, 1971, i 1972. godine, prikazan u Tabeli 1 odražava ne samo nove tranše specijalnih prava vučenja koje su raspodeljene državama članicama u januaru 1971. i 1972. godine, već takođe odražava i rast dolarske vrednosti specijalnih prava vučenja koja je nastala zbog devalvacije iz decembra 1971. godine. Slično tome, nije bilo nove distribucije specijalnih

prava vučenja u periodu 1972. i 1973. godina, ali je vrednost specijalnih prava vučenja porasla sa 1,09 US dolara u 1972. an 1,21 US dolara u 1973. godini.

Kako je objašnjeno, SAD nisu bile u stanju da poprave svoj uporni platnobilansni deficit pre svega zbog toga što nisu bile u stanju da izvrše devalvaciju dolara. Na taj način, bretonvudskom sistemu je nedostajao mehanizam prilagođavanja koji bi države htele i mogle da koriste u te svrhe. Platnobilansni deficit SAD bio je uporan i to je potkopavalo poverenje u dolar. Na taj način, fundamentalni uzrok kolapsa bretonvudskog sistema bio je u povezanim problemima prilagođavanja, likvidnosti i poverenja.

Nekoliko je uzroka kolapsa bretonvudskog sistema:

1. Sistem se oslanjao na periode revalorizacija, odnosno devalorizacija da bi se osiguralo da se devizni kurs ne pomera mnogo. Međutim, države nisu bile voljne da menjaju svoje vezane kurseve, jer:
 - Države sa suficitom nisu imale pritisak revalorizacije, jer akumulacija deviznih rezervi ne stvara nikakve ekonomske probleme.
 - Države sa deficitom smatrale su devalorizaciju kao pokazatelj neuspeha ekonomske politike.Tako su države sa deficitom bile prinuđene ne deflacione politike da bi zaštitile precenjene valutne kurseve. Kako su inflacione stope rasle problem je postao još ozbiljniji i države su postale manje voljne da prihvate cenu deflacione politike sistema fiksnog deviznog kursa.
2. Sistem je postao ranjiv na špekulacije, jer su špekulacije “jedan od načina kladjenja”. Države sa deficitom mogle su devalorirati ili ne devalorirati. Na taj način jer rastao pritisak na države sa deficitom, naročito kao kapitalnih tokova povećan sa razvojem tržišta evro valuta.
3. Sistem je imao “fabričku grešku”, odnosno usvojio je dolar kao svetski novac, što je prethodno objašnjeno.

Sa slomom Breton Vudsa, većina država je prešla na neku vrstu fleksibilnog deviznog kursa. Ono nije bilo mnogo pozitivan izbor država, odnosno to je bilo priznanje nemogućnosti da se održi prethodni sistem. Bilo je i pokušaja da se obnovi sistem fiksnog kursa, ali su oni propali.

Treći deo

MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM OD 1973. GODINE DO DANAS



1. MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM NAKON SLOMA BRETONVUDSKOG SISTEMA

U vreme kada se već nazirao kolaps bretonvudskog sistema, MMF je imenovano komitet dvadesetorice da bi predložili različite opcije aranžmana deviznih kurseva. Ovi predlozi su usvojeni na Jamajci u februaru 1976. godine kada su zvanično uključene u tekst Drugog amandmana odredbi sporazuma i stupili su na snagu u aprilu 1978. godine. To je značilo da će upotreba zlatnog standarda biti trajno ukinuta. Međutim, to ne znači da su države usvojile čist sistem slobodnog fleksibilnog deviznog kursa. Većina država je koristila jednu od tri sledeća sistema deviznog kursa, koji se i danas koriste:

1. dolarizacija,
2. fiksiran kurs i
3. rukovođeno fleksibilni kurs.

Dolarizacija se dešava kada država odluči da ne izda svoju valutu i usvoji stranu valutu kao svoje nacionalne valute. Iako dolarizacije obično omogućava državi da bude viđena kao stabilnije mesto za investicije, nedostatak je da centralna banka te države više ne štampa novac ili vodi bilo kakvu vrstu monetarnu politike. Primer dolarizacije je upotreba US dolara u Salvadoru, kao i nedavna odluka Zimbabvea da koristi južnoafrički rand.

Fiksiran kurs. Fiksiranje nastaje kada jedna država direktno fiksira svoj kurs prema stranoj valuti, tako da država ima nešto veću stabilnost nego sa fleksibilnim kursom. Preciznije, fiksiranje omogućava valutama da se razmenjuju po fiksnom kursu sa jednom stranom valutom ili korpom stranih valuta. Valuta će varirati kada se promjene valute za koje je vezana. Na primer, Kina je svoj juan fiksirala za US dolar po krusu od 8,28 junana za 1 US dolar, između 1997. i 21. jula 2005. godine. Nedostatak fiksiranja jeste da je vrednost valute ostavljena na milost i nemilost ekonomske situacije valute za koju je vezana. Na primer, ako

US dolar značajno apresira u odnosu na sve ostale valute, juan će takođe apresirati, iako to kineska centralna banka ne želi.

Rukovođeno fleksibilni kurs je kreiran kada se kursu nacionalne valute dozvoljava da slobodno menja vrednost pod uticajem ponude i tražnje na tržištu. Međutim, država ili centralna banka može da interveniše da bi se stabilizovale ekstremne oscilacije u kursu. Na primer, ako valuta jedne države depresira daleko iznad prihvatljivog nivoa, država može da podigne kratkoročne kamatne stope. Podizanje stopa bi trebalo da dovede do blage apresijacije valute, ali to je pojednostavljen primer. Centralne banke obično imaju veliki broj alata za upravljanje valutom. O rukovođenju fleksibilnom deviznom kursu biće više reči u narednom odeljku.

1.1. Funkcionisanje rukovođeno fleksibilnog deviznog kursa

Od marta 1973. godine svet funkcioniše u sistemu rukovođeno fleksibilnih deviznih kurseva. Pri ovom sistemu monetarne vlasti države preduzimaju odgovornost da intervenišu na deviznom tržištu da bi izravnali kratkoročne fluktuacije deviznog kursa bez pokušaja da utiču na dugoročne trendove. Ovo se može postići korišćenjem politike suprotstavljanja matici (*“leaning against the world”*). Ovaj sistem se pojavio kao nametnuto rešenje nakon kolapsa bretonvudskog sistema, u svetlu haotičnih uslova na deviznim tržištima i pod pretnjom ogromnih destabilizujućih špekulacija.

Prvih dana postojanja sistema rukovođeno fleksibilnih kurseva načinjeni su ozbiljni pokušaji da se ustanove pravila fluktuiranja koja bi sprečila lanac kompetitivnih devalvacija (kojima bi svaka država pokušavala da podstankne sopstveni izvoz), što bi verovatno značilo povratak na haotične uslove iz 1930-ih godina. Međutim, najgori strahovi se nisu ostvarili, a svi ovim pokušaji su propali. Sporazumom sa Jamajke (*Jamaica Accords*) iz 1976. godine formalno je priznat sistem rukovođeno fleksibilnih kurseva, a državama je dozvoljeno da samostalno izaberu režim deviznog kursa, sve dok se ne pokaže da svojim postupcima štete svojim spoljnotrgovinskim partnerima ili svetskoj privredi u celini. Jamaica Accords potpisani su aprila 1978. godine.

Krajem 2005. godine polovina od 186 država koje su bile članice MMF izabrala je neki oblik fleksibilnog deviznog kursa. Ovde su uključene sve razvijene države i mnoge države u razvoju, osim Kine, tako da se više od 4/5 ukupne svetske razmene obavlja među državama koje imaju rukovođeno fleksibilni kurs, bilo pojedinačno, ili grupno kao što je slučaj sa državama Evropske unije. Najveći broj preostalih država koriste valute druge države (dolarizacije), ima režim deviznog veća, li je vezao svoju valutu za dolar, evro ili korpu valuta. U periodu 1971-1974. godine i ponovo u periodu 1981-1985. godina ako i početkom 1990-ih, SAD je vodila politiku benignog ignorisanja (*benign neglect*) tako što nije intervenisala na deviznom tržištu da bi stabilizovala vrednost dolara.

U sistemu rukovođeno fleksibilnih kurseva državama su još uvek potrebne devizne rezerve da bi li intervenisale na deviznom tržištu i tako obezbedile izravnaje kratkoročnih fluktuacija deviznog kursa. U januaru 1975. godine, građanima SAD dozvoljeno da poseduju zlato, pored onog iz zlatarskih radnji, a SAD je prodala malu količinu zlata na slobodnom tržištu. Cena zlata na Londonskoj berzi privremeno je porasla iznad 800 dolara za uncu (januar 1980. godine), ali je uskoro pala i stabilizovala se na polovini te cene, da bi zatim u avgustu 2006. godine ponovo porasla na preko 600 US dolara. U skladu sa Sporazumom sa Jamajke, MMF je prodalo 1/6 svojih rezervi zlata na slobodnom tržištu u periodu 1976. i 1980. godine i iskoristio prihode da pomogne najsiromašnije države u razvoju, ne bi li na taj način

demonstrirao svoju rešenost da eliminiše zlato kao međunarodnu rezervu aktivu. Zvanična cena zlata je ukinuta, a dogovoreno je da ubuduće države članice MMF-a neće vršiti uzajamne transakcije u zlatu. Takođe, MMF je nastavio da vrednuje svoje rezerve zlata po zvaničnim cenama iz perioda pre 1971. godine, od 35 US dolara ili 35 specijalnih prava vučenja za uncu. Međutim, potrajaće period dok se zlato potpuno ne ukloni iz međunarodnih rezervi, ako se to ikada i dogodi. U jesen 1996. godine i MMF se složio da proda zlata u vrednosti oko 2 milijarde US dolara i da prihode iskoristi za smanjenje javnog duga u najsiriromašnijim državama sveta.

Jedno specijalno pravo vučenja imalo je vrednost od 1 US dolara do 1971. godine, 1,0857 US dolara nakon devalvacije dolara iz decembra 1971. godine, i 1,2064 US dolara nakon naredne devalvacije dolara iz februara 1973. godine. U 1974. godine u cilju stabilizacije njegove vrednosti, specijalnog pravo vučenja je definisano kao ponderisani prosek korpe 16 vodećih valuta. U 1981. godini, broj valuta uključenih u korpu smanjen je na pet, a nakon uvođena evra na četiri. Četiri valute uključene u korpu sa njihovim respektivnim ponderima iz 2001. godine su: US dolar 45%, evro 29%, japanski jen 15% i britanska funta 11%. Krajem 2005. godine 1 specijalno pravo vučenja vredelo je 1,42 US dolara. Od 1974. godine MMF je sve rezerve i druge finansijske transakcije obračunavao u specijalnim pravima vučenja umesto u dolarima.

1.2. Savremeno funkcionisanje Međunarodnog monetarnog fonda

Nekoliko promena desilo se u funkcionisanju MMF-a. Kvote su povećane nekoliko puta, tako da su krajem 2005. godine resursi MMF-a iznosili ukupno 305,2 milijarde US dolara sa 8,8 milijardi US dolara iz 1947. godine. Od članova se traži da plate 25% od svakog rasta kvote u specijalnim pravima vučenja ili u valutama koje odredi MMF, dok se ostatak može uplatiti u sopstvenoj valuti. Nove članice uplaćuju kvotu na isti način. Stara zlatna tranša sada se zove prva kreditna tranša (*first-credit tranche*).

Takođe, MMF je obnovio i proširio Opšti sporazum o pozajmljivanju (GAB) i to devet puta od kada je uveo 1962. godine, a 1997. godine kada je proširen u vidu *New Arrangement to Borrow* (NAB), tako da je na kraju 2005. godine MMF mogao da pozajmi do 51 milijardu dolara specijalnih prava vučenja (oko 72,9 milijardi US dolara, od toga 24,3 milijarde US dolara iz GAB i 48,6 milijardi US dolara iz NAB) da dopuni svoje redovne resurse. Centralni bankari su proširili svoje svop aranžmane na preko 54 milijarde US dolara, a njihovi stendbaj aranžmani su se popeli na 50 milijardi US dolara. Pravila pozajmljivanje od MMF su takođe relaksirana, ustanovljene su nove kreditne linije što je znatno povećalo kreditni potencijal koji je bio dostupan državama članicama. Međutim, ova ukupna količina kredita sastoji se od nekoliko različitih kreditnih linija koje su predmet različitih uslovljavanja. Zajmovi MMF-a sada se izražavaju u specijalnim pravima vučenja. Postoji inicijalna naknada, a kamata se bazira na dužni zajma, u zavisnosti od kreditne linije koja se koristi i od preovlađujuće kamatne stope na tržištu. Osim uobičajenog nadgledanja politike deviznog kursa, MMF je u poslednje vreme proširio svoje obaveze tako da sada pomaže državama članicama u prevazilaženju svojih strukturnih problema.

Nove kreditne mogućnosti MMF-a uključuju:

1. "proširene kreditne linije (*the Extended Fund Facility*, EFF), iz 1974. godine za dugoročnu pomoć zemljama članicama u sprovođenju strukturnih reformi da bi se na taj način izborili sa dugoročnim platnobilansnim deficitima;

2. dodatne rezervne linije (*Supplemental Reserve Facility*, PRF), iz decembra 1997, iz vremena azijske krize, da bi se obezbedila kratkoročna pomoć za prevazilaženje platnobilansnih teškoća vezane za krizu tržišnog poverenja;
3. kompenzatorne linije (CFF), ustanovljene 1963. radi pružanja srednjoročne pomoći za zemlje sa privremenim izvoznim manjkovima ili uvoznim viškovima cerealijskih i
4. hitnu pomoć u slučaju platnobilansnih teškoća koje nastaju u slučaju prirodnih katastrofa ili građanskih nemira, političkih prevrata ili međunarodnih oružanih sukoba;
5. linije za smanjenje siromaštva i za podsticanje rasta iz 1999. godine namenjene dugoročnoj pomoći za zemlje sa duboko ukorenjenim platnobilansnim problemima radi podsticanja rasta koji bi smanjivao siromaštvo.”¹⁵

Članice sada imaju mogućnost da se svake godine zaduže do iznosa koji bi činio 300% njihove kvote, ili tri puta više nego što je dozvoljavao stari kumulativni limit od 100%. Kako primaoci zajma tako i vrste zajma koje je MMF plasirao značajno su se vremenom promenili. U prvih dvadeset godina postojanja, razvijene države su koristile skoro polovinu sredstava MMF-a, a zajmovi su prvenstveno služili za prevazilaženje kratkoročnih platnobilansnih teškoća. Od početka 1980-ih godina, najveći deo sredstava je plasiran u nerazvijenim državama, dok je sve veći deo sredstava plasiran na srednji rok u cilju prevazilaženja strukturnih problema.

Ukupna sredstva MMF-a zajendo sa nepovučenim zajmovima iznosila su oko 14 milijardi US dolara u 1980. godini, 41 milijardu US dolara u 1986. godini, i 49,6 milijardi US dolara krajem 2005. godine. Od ukupnih 49,6 milijardi US dolara sa kraja 2005. godine, 28,7 milijardi su bile plasirane kao tranše stendbaj kredita, 11,3 milijarde kao EFF (*Extended Fund Facility*), 8,8 milijardi US dolara u vidu PKF (*Supplemental Reserve Facility*), dok su drugi programi bili zastupljeni u manjim iznosima.

Suočeni sa ogromnim problemima od 1982. godine, naročito u velikim državama Latinske Amerike, MMF je preduzeo veliki broj aktivnosti vezanih za restruktuiranje dugova i “operacija spasavanja”. Kao uslov za dodatne zajmove i posebne vrste pomoći, MMF je obično tražio da se smanji javna potrošnja, da se ogranični rast novčane ponude i rast plata ne bi li se tako smanjio uvoz, podstakao izvoz i država došla na putanju samoodrživog rasta. Takva politika uslovljavanja međutim bila je veoma bolna i vodila je nemirima i čak krajem 1980-ih i u toku 1990-ih godina izazvala pad vlada. Ova politika je takođe dovela do optužbi da MMF ne vodi računa o socijalnim potrebama dužničkih država niti o političkim posledicama njenih potreba, kao i da je politika MMF sastavljena “samo iz mozga, a bez srca”. Delimično kao odgovor na ove optužbe, MMF je smanjio svoje zahteve te je čak počeo da daje srednjoročne zajmove za prevazilaženje strukturnih problema, što je ranije po pravilu radila samo Svetska banka.

U toku 2006. godine MMF je predložio neke fundamentalne reforme svoje misije u pravcu rasta multilateralnog nadgledanja, kao što je analiza globalne neravnoteže koja se javlja u velikim državama članicama kao što su SAD i Kina, kao i davanje većeg značaja azijskim državama u razvoju, naročito Kini, da bi se obuhvatio njihov rastući ekonomski značaj, umesto da se kao prethodnih decenija pažnja primarno posvećuje siromaštvu u državama sa niskim dohotkom i međunarodnoj finansijskoj krizi koja je pogodila samo malu grupu ranjivih država u razvoju.

¹⁵ Salvatore, D., (2009), *Međunarodna ekonomija*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 794.

2. EVROPSKI MONETARNI SISTEM

Nakon kolapsa bretonvudskog sistema, nekoliko evropskih država počelo je da stvara sistem u koji bi povećao stabilnost između njihovih nacionalnih valuta, iako su i dalje mogle postojati oscilacije u njihovim kursovima sa valutama država nečlanica. Marta 1972. godine originalnih šest članica Evropske zajednice donele su odluku da njihove valute zajednički plivaju u odnosu na dolar sa ukupnim rasponom fluktuacija od svega 2,25%, umesto 4,5% kako je bilo dogovoreno decembra 1971. godine. Ovaj potez nazvan je “evropska zmija” ili “zmija u tunelu” zbog načina na koji su valute u sistemu zajednički fluktuirale. Razlog što su se države opredelile na uže stope fluktuiranja je zbog toga što su ocenile da je za promociju trgovine i ekonomske integracije od ključnog značaja stabilnost deviznih kurseva. “Evropska zmija” je trajala do marta 1973. godine.

Na njenim osnovama 1979. godine uspostavljen je Evropski monetarni sistem u cilju postizanja veće monetarne integracije među svojim članicama. U okviru ovog sistema formiran je mehanizam za ostvarivanje stabilnosti deviznih kurseva valuta članica ograničavanjem kretanja deviznog kursa u određenim granicama.

Ciljevi EMS-a su bili:

- stabilnost deviznog kursa – dogovoreno je da se stabilizuje devizni kurs unutar uskih granica mehanizma valutnih kurseva (The Exchange Rate Mechanism – ERM),
- da promoviše konvergenciju – u ekonomskim performansama država članica, posebno u pogledu stopa inflacije, kamatnih stopa i javnog duga. To je bio neophodan korak u kretanju ka jedinstvenoj valuti.
- Dugoročni cilj ostvarivanja jedinstvene evropske valute kao deo šire ekonomske i monetarne unije.

Glavne karakteristike mehanizma valutnih kurseva (ERM) bile su:

- Svaka država je imala centralni kurs u sistemu izraženu u složenoj valuti, EKI-ju (European currency unit – ECU),
- Valutama je bilo dozvoljeno da fluktuiraju u okviru određenih granica.
- U okviru njih postojale su uže granice, merene u EKI-jima koje deluju kao okidač za sprovođenje određenih politika od strane države radi ograničenja daljeg kretanja deviznog kursa.

Prva faza je bila da se utvrdi evropska novčana jedinica (EKI), osnovna valuta EMS. EKI je predstavljala korpu valuta koju su sačinjavale ponderisane prosečne vrednosti valuta koje su članice EMS-a. Vrednost se određivala na osnovu udela države u BDP-u i trgovini unutar zajednice. Korišćenje EKI-ja bilo je ograničeno uglavnom na zvanične transakcije (kao jedinica obračunavanja).

U junu 1989. godine, predložena je troetapna tranzicija ka monetarnoj uniji, sa jedinstvenom valutom i Evropskom centralnom bankom, do 1997. ili 1999. godine. Kompletiranje ideje procesa stvaranja monetarne unije dogovoren je decembra 1991. godine u holandskom gradu Matrihtu (Maastrich).

Uprkos velikim turbulencijama u EMS-u, kao i turbulencijama na svetskom tržištu, 1991. Mاستrihtskim sporazumom je uvedena bezuslovnost fiksnih deviznih kurseva između država članica, kao i jedinstvena valuta koja je zamenila nacionalne valute.

Pravila Evropske monetarne unije predviđaju da države koje žele da pripadaju Uniji moraju da zadovolje dve grupe uslova, koji su ugrđeni u kriterijume ekonomske konvergencije.

Prvu grupu uslova predstavlja zakonska konvergencija, koja podrazumeva da države članice monetarne unije svoju regulativu moraju prilagoditi regulativi monetarne unije. Ovaj uslov se ispunjava odgovarajućom primenom zakonodavstva, kako bi se uskladilo sa odredbama monetarne unije.

Drugu grupu čine ekonomski kriterijumi. Da bi pristupile monetarnoj integraciji, države članice moraju da ispune izvesne uslove koji se konvencionalno nazivaju “kriterijumi ekonomske konvergencije” ili “mastrihtski kriterijumi”, i to su:¹⁶

- **cenovna stabilnost (visina inflacije).** Stopa inflacije ne sme da iznosi više od 1,5% od proseka od tri države članice Evropske unije sa najnižom stopom inflacije. Stopa inflacije se meri indeksom potrošačkih cena u godini pre utvrđivanja ispunjenosti uslova za ulazak u Evropsku monetarnu uniju;
- **budžetski deficit.** Dozvoljeni deficit državnog budžeta u odnosu na društveni bruto proizvod ne sme da iznosi više od 3%;
- **javni dug.** Ukupni iznos javnog duga ne sme da iznosi više od 60% od iznosa društvenog bruto proizvoda;
- **valutna fluktuacija.** Nacionalna valuta ne sme da devalvira u poslednje dve godine, i njeno fluktuiranje mora biti u okviru fluktuiranja deviza u Evropskom monetarnom sistemu;
- **dugoročna kamatna stopa.** Dugoročna kamatna stopa na državne obveznice ne sme biti viša od 2% iznad proseka tri države članice Evropske unije sa najnižom kamatnom stopom.

Osnovni zadatak ugovora iz Mastrikta je bio stvaranje zajedničke valute. Taj korak je trebalo da dovede do toga da čitave privrede postignu određena svojstva i da ta svojstva i kasnije održavaju. Ta svojstva su definisana preko napred navedenih pet kriterijuma konvergencije (a odnose se na visinu inflacije, budžetski deficit, javni dug, valutne fluktuacije i dugoročne kamatne stope).

Sve češće se postavlja pitanje da li je monetarna unija bila neophodna, ili preuranjena. Stanovište da je zajedničkom tržištu potrebna zajednička valuta često se nailazi u literaturaturama o EU. Međutim, mnogi savremeni ekonomisti su dokazali da je bolje fleksibilne nego fiksne kurseve razmene na jedinstvenom tržištu jer oni omogućavaju tržišna prilagođavanja. Za evropsku uniju je možda bilo važnije da smanji državnu pomoć, reformiše ZPP i tržište rada, smanji poreze i stepen regulacije nego da uvede zajedničku valutu.

Evropski monetarni sistem je bio rezultat kompromisa jer je objedinjavao, sa jedne strane relativno stabilne, a sa druge prilično inflatorne valute.

¹⁶ Džomić, I.; Evropska unija – prošlost, sadašnjost, budućnost, Friedrich-Ebert-Stiftung Sarajevo, 2010. str. 112 – 113.

Nova jedinstvena valuta Evropske unije, evro pokrenut je 1. januara 1999. godine. Od tadašnjih petnaest država članica, jedanaest se složilo da učestvuju u stvaranju ove valute, a kasnije se pridružila i Grčka. Tri države (Danska, Švetska i Velika Britanija) nisu se odlučile na ovaj korak. Evro i nacionalne valute postojale rame uz rame za sve države u evrozoni. Devizni krusevi za svaku nacionalnu valutu bili su neopozivo fiksni u odnosu na evro.

Nacionalne valute (kao što su nemačka marka i francuski franak) postojale su u opticaju sve do 1. januara 2002. godine kada su zamenjeni novčanicama i kovanicama evra. Evrozona je po veličini uporediva sa SAD, a evro je postao jedna od glavnih svetskih valuta. Sa uvođenjem evra 1999. godine stvorena je Evropska monetarna unija (EMU) kao logičan nastavak EMS i ECU.

3. POSTOJEĆI REŽIMI DEVIZNIH KURSEVA

U sistemu MMF postoji osam odvojenih režima deviznog kursa:

1. Devizni aranžmani gde ne postoji odvojeno zakonsko sredstvo plaćanja – valuta druge države cikruliše kao zakonsko sredstvo ili država pripada monetarnoj uniji i isto zakonsko sredstvo plaćanja deli sa drugim državama u uniji. Primeri: Ekvador, Salvador i Panama koji koriste US dolar kao zakonsko sredstvo plaćanja i EMU.
2. Aranžman o valutnom odboru (currency board arrangement) – monetarni režim koji se temelji na zakonskoj obavezi zamene domaće valute za specificiranu stranu valutu po fisknom deviznom kursu i sa ograničenjima emisije vlasti da obezbedi ispunjenje zakonskih obaveza. Primeri: Hong Kong fiksiran za US dolar i Bosna i Hercegovina fiksiran za evro.
3. Drugi aranžman konvencionalnog fiksnog vezivanja – država vezuje svoju valutu (formalno ili faktički) po fiksnom kursu za neku glavnu valutu ili korpu valuta sa fluktuiranjem od $\pm 1\%$ oko centralnog kursa. Primeri: Maroko, Saudijska Arabija i Ukrajina.
4. Vezivanje deviznog kursa sa horizontalnim ograničenjem – vrednost valute se drži u okviru marži fluktuiranja oko formalnog i de facto fiksnog vezanog kursa više od $\pm 1\%$. Primeri: Danska i Mađarska.
5. Puzajući kurs (crawling peg) – valuta se periodično prilagođava u malim iznosima na unapred određeni kurs ili na bazi određenih selektivnih indikatora.
6. Devizni kurs sa puzajućim ograničenjima – valuta se održava u okviru određenih marži fluktuiranja oko centralnog kursa koji se periodično prilagođava unapred određenom kursu ili prema određenom broju selektivnih indikatora. Primeri: Belorusija i Rumunija.
7. Upravljanje fluktuiranjem sa unapred predviđenim koracima za devizni kurs – monetarne vlasti utiču na kretanje deviznih kurseva preko aktivne intervencije na deviznom tržištu bez specificiranja ili prethodnog navođenja nivoa, na unapred određeni nivo deviznog kursa. Primeri: Alžir, Kina, Indija, Rusija, Singapur i Tajland.
8. Nezavisno fluktuiranje (independent floating) – devizni kurs se slobodno formira na tržištu, bez strane intervencije koja ima za cilj da moderira kretanje kursa ili spreči fluktuiranje. Primeri: Australija, Brazil, Kanada, Južna Koreja, Meksiko, Velika Britanija, Japan, Švajcarska i SAD.

3.1. Problemi sa postojećim režimima deviznih kurseva

Postojeći međunarodni monetarni sistem se suočava sa velikim brojem ozbiljnih i tesno povezanih međunarodnih problema. To su:

1. „velika nestabilnost i uporne i velike neusklađenosti deviznih kurseva,
2. nemogućnost da se napravi koordinacija ekonomskih politika među vodećim zemljama, i
3. nemogućnost da se spreči finansijska kriza u zemljama u razvoju ili da se prema njima adekvatno postupi kada se pojave.“¹⁷

Od 1973. godine devizni kursevi su prolazili kroz period velikih oscilacija i prebačaja. Takvo stanje destimuliše tokove međunarodnog kapitala i investicija. Mnogo je ozbiljnija činjenica što pri postojećem sistemu rukovođeno fleksibilnih kurseva velika neravnoteža može da nastane i da se održi godinama. Ovo je sasvim očigledno iz velike apresijacije dolara u periodu 1980-1985. godine i njegove još veće depresijacije u periodu februar 1985 – kraj 1987. godine. U skorije vreme devizni kurs dolara i jena oscilirao je od 85 jena za dolar u aprilu 1995. godine do 132 jena za dolar u februaru 2002. godine i 116 jena za dolar u martu 2006. godine. Od januara 1999. do oktobra 2000. godine evro je depresirao od 1,17 US dolara do 0,82 US dolara, pre nego što je porastao na 1,36 US dolara u decembru 2004, a zatim je pao na 1,18 US dolara u novembru 2005. godine, a zatim opet porastao na 1,28 US dolara u avgustu 2006. godine. Velike apresijacije dolara tokom prve polovine 1980-ih godina bile su vezane za veliki spoljnotrgovinski deficit i skoro neizdržive zahteve za većom spoljnotrgovinskom zaštitom, dok je precenjenost dolara sa kraja 1990-ih i početkom 2000-ih godina opet bila vezana za velike i neizdržive spoljnotrgovinske deficite u SAD.

Svakako da je rastuća precenjenost dolara u periodu 1980-1985. godine bila tesno vezana za ogromni budžetski deficit SAD usled čega je kamatna stopa bila jako visoka i privlačila ogromne količine kapitala u SAD. Zaista, sredinom 1985. godine ovi ogromni budžetski deficiti i prilivi kapitala su ih od države – poverioca (što je bilo u skladu sa njenom pozicijom jedne od najbogatijih država sveta) pretvorili u državu dužnika po prvi put od 1914. godine. Izgledalo je kao da se istorija ponavlja kada je od kraja 1990. godine pa sve do 2006. godine visoka stopa rasta u SAD počela da privlači velike kapitalne prilive iz Evrope i Japana i dovela do precenjenosti dolara i visokog i nepodnošljivog spoljnotrgovinskog deficita u SAD. Otpornost ovih neravnoteža i velike oscilacije deviznih kurseva ponovo su vodile javljanju zahteva za reformom međunarodnog monetarnog sistema, ovog puta uz sugestije da se naprave ciljne zone dozvoljenih fluktuacija za ključne valute, a da se među vodeće nacije uvede međunarodna saradnja i koordinacija ekonomskih politika. Ranija debata o prednostima fiksnih u odnosu na fleksibilne kurseve sada je zamenjena diskusijom o optimalnoj fleksibilnosti deviznih kurseva i kooperacija ekonomskih politika.

Neki vidovi kooperacije veću su bili uspostavljeni. Na primer, septembra 1985. godine SAD su se dogovorile sa Nemačkom, Japanom, Francuskom i Velikom Britanijom, „Plaza sporazum“ u Njujorku, da koordiniraju napore na planu intervencije na deviznim tržištima ne bi li se na taj način oborila vrednost dolara. Ovi pokušaji, zajedno se izmenjenim tržišnim prilikama, doveli su do žestoke depresijacije dolara koja je do kraja 1987. godine izbrisala sve svoje prethodne apresijacije.

¹⁷ Salvatore, D., (2009), Međunarodna ekonomija, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 797.

SAD su 1986. godine pregovarale sa Japanom i Nemačkom o simultanoj koordinisanoj akciji smanjenja kamatnih stopa u cilju stimulisanja rasta i smanjenja nezaposlenosti (koja je tokom većeg dela 1980-ih godina prelazila 10% radne snaga u mnogim državama Evrope), a da se ne remete spoljnotrgovinski tokovi niti tokovi kapitala. Vodeće industrijske države sada vode više računa o međunarodnim reperkusijama promena kamatne stope. Februara 1987. godine države G-7 su se u Luvru dogovorile da naprave meke raspone ili ciljne (targetne) zone za devizne kurseve dolar-jen i dolar-nemačka marka. Uprkos jakim intervencijama na deviznom tržištu koje su preduzimale njihove centralne banke, devizni kursevi su ipak nastavili da fluktuiraju u velikim rasponima.

Drugim primeri uspešne koordinacije bili su recimo brza i koordinisana akcija iz oktobra 1987. godine prilikom sloma berze i tokom terorističkog napada od 11. septembra 2001. godine.

Početkom 1990-ih godina, međutim, Nemačka je odbila da spusti kamatne stope uprkos ponovljenim zahtevima najvećeg broja država iz ostatka Evrope i SAD koje su bile na ivici duboke recesije. Snižavanje kamatne stope u ovim državama, u situaciji kada bi Nemačka držala visoke kamatne stope samo bi značilo da će kapital otići u Nemačku, a da neće biti nikakvog uticaja na domaću privredu.

Vezani problem za neravnotežni devizni kurs je velika zatranost dolarima (*dollar overhang*), ili velika količina dolara koju drže stranci koji su spremni da se sele iz jednog u drugi monetarni centar, reagujući tako na promene kamatnih diferencijala i na očekivanja promene deviznih kurseva. Ovi tokovi „vrućeg novca“ znatno su olakšani ekstemno brzim rastom tržišta evrovaluta. Jedan stari predlog bio je da se taj problem može eliminisati konvertovanjem svih dolara u posedu stranaca u specijalna prava vučenja uvođenjem supstitucionog računa od strane MMF-a. Međutim, tim povodom ništa nije urađeno i u vezi toga postoji nekoliko problema, ka na primer koju kamatnu stopu treba platiti na ova specijalna prava vučenja i kako bi izgledala procedura otkupa ovih dolara od strane SAD. U najmanju ruku u predvidivoj budućnosti dolar će ostati vodeća međunarodna valuta.

3.2. Predlozi reforme postojećih režima deviznih kurseva

Nekoliko predloga dato je u vezi smanjenja oscilacija deviznog kursa i izbegavanja velikih kursnih neravnoteža. Jedan predlog zasniva se na ustanovljavanju ciljnih (targetnih) zona (target zones), a formulisao ga je Vilijamson (*Williamson*, 1986). U ovakvom sistemu vodeće razvijene države izračunavaju ravnotežni devizni kurs i dogovore se o rasponu dozvoljenih fluktuacija. Vilijamson je predložio da raspon dozvoljenih fluktuacija bude 10% iznad i ispod ravnotežnog deviznog kursa. U okviru zadatog raspona devizni kurs bi se slobodno formirao pod uticajem ponude i tražnje, a kretanje izvan ovog raspona bi se sprečavalo intervencijama na deviznom tržištu. Ciljna zona bi bila „mekana“, i bila bi promenjena kada se ravnotežni kurs pomeri izvan raspona ili se suviše prilbiži granicama. Iako se to nije nigde eksplicitno navelo, vodeće industrijske države su se u februaru 1987. godine u Luvru dogovorile o nekim „mekanim“ ciljevima ili „referentnim zonama“ za devizni kurs dolara i jena i dolara i nemačke marke, ali sa dozvoljenim rasponom fluktuacija mnogo manjim od $\pm 10\%$. Međutim, početkom 1990-ih godina ovaj prećutni sporazum je napušten pod snažnim tržišnim pritiskom kada je dolar počeo snažno da depresira u odnosu na jen.

Kritičari ciljnih zona veruju da one objedinjuju najgore karakteristike režima fiksnih i fleksibilnih deviznih kurseva. Kao u slučaju fleksibilnih kurseva, ciljne zone dozvoljavaju značajne fluktuacije i oscilacije u deviznim kursovima i mogu biti inflatorne. Kao u slučaju

fiksni kursa, ciljne zone mogu se braniti samo deviznim rezervama i stoga smanjuju monetarne autonomiju te države. U odgovoru na ove kritike Miler i Vilijamson (*Miller i Williamson*, 1988) proširili su svoj predlog tako da obuhvati zahtev za koordinacijom vodećih industrijskih država kako bi se izbegla potreba za intervencijom na deviznom tržištu da bi devizni kursevi ostali u okviru ciljnih zona.

Ostali predlozi reformisanja postojećeg međunarodnog monetarnog sistema bazirani su isključivo na ekstezivnoj koordinaciji između vodećih država. Najbolji predlog dao je Mek Kinon (*McKinnon*, 1984, 1988). Prema njegovom predlogu, SAD, Japan i Nemačka (sada, Evropska unija) bi fiksirale devizne kurseve na ravnotežnom nivou koji bi se odredio pomoću kupovne moći, a zatim bi tesno koordinisale svoje monetarne politike ne bi li devizni kursevi ostali fiksni. Tendencija apresijacije dolara u odnosu na jen bi bila tumačena kao signal da SAD treba da smanji stopu rasta novčane ponude, a Japan da je poveća. Neto preostali rast novčane ponude u ove tri države (odnosno zone) bi se onda razdelio po stopi koja bi bila u skladu sa neinflatornim rastom svetske privrede.

Naredni predlog došao je od MMF- a 1986. godine i bio je baziran na objektivnim indikatorima privrednih performansi koje bi signalizirale koji tip koordiniranih makroekonomskih politika svaka od država treba da sprovodi, što bi MMF nedgledao da bi svetska privreda mogla da raste po najvišoj održivoj neinflatornoj putanji. Ovi objektivni indikatori su stopa rasta BDP, inflacija, nezaposlenost, spoljnotrgovinski deficit, rast novčane ponude, fiskalni deficit, devizni kursevi, kamatne stope i devizne rezerve. Rast ili pad ovih objektivnih indikatora bi predstavljao signal da država respektivno mora da preduzme restriktivne ili ekspanzivne mere ekonomske politike. Stabilnost indeksa za svet u celini bi predstavljao sidro za neinflatornu ekspanziju svetske privrede.

Sve države imaju veoma različite preferencije u pogledu inflacije i nezaposlenosti, praktično je nemoguća bilo kakva efikasna suštinska koordinacija makroekonomskih politika. Na primer, tokom 1980-ih i početkom 1990-ih godina, SAD nisu bile voljne da smanje svoj fiskalni deficit, ni brzo ni u nekoj većoj meri. Nemačka nije bila voljna da podstiče privredni rast uprkos visokoj stopi nezaposlenosti, dok je Japan bio žestoko protiv predloga da smanji svoje protekcionističke politike čime bi se povećao uvoz robe iz SAD što bi pomoglo da se smanji ogromna spoljnotrgovinska neravnoteža između ove dve države. Empirijska ispitivanja su, takođe, pokazala da države u $\frac{3}{4}$ slučajeva ostvaruju dobit od međunarodne koordinacije politika, ali da efekti na blagostanje, kada se dogode, nisu preterano veliki.

Druga grupa predloga za reformu postojećeg međunarodnog monetarnog sistema zasnovana je na pretpostavci da su ogromni međunarodni tokovi kapitala u današnjem visoko integrisanom svetu prevashodni uzrok nestabilnosti deviznih kurseva i globalnih neravnoteža koje potresaju svetsku privredu. Ovi predlozi su se stoga bazirali na restrikcijama međunarodnog špekulativnog kapitala. Tobin (1978) je predložio da se to radi pomoću poreza na transakcije koja bi postajala progresivno sve više što bi kraće bilo trajanje transakcije. Dornbuš i Frankel (1987) su umesto toga predlagali da se uvedu dvojni devizni kursevi – gde bi se za spoljnotrgovinske transakcije i investicije koristio onaj manje fleksibilni, a za čisto finansijske transakcije fleksibilniji kurs. Restrikcijama međunarodnih tokova „vrućeg novca“ kroz segmentaciju ili razdvajanje tržišta aktive, Tobin, Dornbuš i Frankel verovali su da se funkcionisanje međunarodnog finansijskog sistema može učiniti mirinijim i da se tako gubi potreba za koordinacijama politika među vodećim industrijskim državama, koje oni nisu smatrali ni izvodljivim, a ni korisnim. Međutim, kritičari njihovih predloga su isticali da je nemoguće razdvojiti „neproduktivni“ ili špekulativni kapital od „produktivnih“ tokova kapitala koji se odnose na međunarodnu razmenu i investicije.

Kuper (*Cooper*, 1984) je istakao da u svetu velike i rastuće međuzavisnosti samo se kroz međunarodnu sadradnju i koordinaciju politika može mudro i korisno čuvati suverenitet, dok je Mandel (*Mundell*, 2000) zastupao ideju o uvođenju jedinstvene svetske valute. Međutim, ostaje da se vidi da li su vodeće razvijene države spremne da se odreknu dela svoje autonomije u cilju većeg uspeha u ostvarenju svojih privrednih ciljeva. Konačno, reforma sadašnjeg međunarodnog monetarnog sistema verovatno će uključivati neke popravke u funkcionisanju postojećeg sistema, umesto da se pristupi izgradnji nekog potpuno novog sistema.

3.3. Neodrživost postojećeg međunarodnog monetarnog sistema

Sadašnje stanje u svetskoj privredi je radikalno drugačije od vremena stvaranja bretonvudskog međunarodnog monetarnog sistema. Dosadašnje promene nisu dale rezultate, a pozicija dolara kao ključne valute međunarodnog monetarnog sistema je neodrživa.

Od početka 1980-ih godina, SAD beleže stalni deficit u budžetu, izuzev perioda 1999-2011. godine. U 2008. godini deficit je iznosio 400 milijardi dolara, do je ukupan javni dug prešao iznos od 10 milijardi dolara.

SAD su sve do 1985. godine bile neto poverilac, a od tada raste neto dug SAD prema svetu i iznosili oko 3.000 milijarde dolara. Krajem 2007. godine investicije stranaca u SAD iznosile us 20.081 milijardi US dolara, a SAD investicije u inostranstvu 17.640 milijardi US dolara, što znači da je neto investiciona politika u SAD u minusu.

Amerikanci dobar dio svog uvoza plaćaju dolarima koje stranci, u najvećoj meri azijske države, kumuliraju kao svoje monetarne rezerve. Ova tendencija je naročito došla do izražaja poslednje decenije. Međutim, ovde se javlja ključno pitanje: koliko dugo se može nastaviti sa ovakvim načinom finansiranja deficita SAD?

Danas u SAD oko 10% aktive kojom se javno trguje, uključujući akcije, obaveznice i državne hartije od vrednosti, je u rukama stranaca. Stranci poseduju više od polovine državnih hartija od vrednosti, najviše Japan 644 milijarde US dolara i Kina 350 milijardi US dolara.

U ranijem periodu, vrednost dolara branili su i Evropljani i Japanci. Kada je dolar posrtao, centralne banke ovih država su ga kupovale da bi sprečile opadanje njegove vrednosti, pošto bi to značilo opadanje konkurentnosti njihovih proizvoda na američkom tržištu, odnosno smanjenje interesa preduzeća da izvoze u SAD. Ali, i ova linija odbrane dolara ima granicu. Time što centralne banke kupuju dolare da bi sprečile pad njegove vrednosti, ne znači da će u tome i biti uspeha. Ako dolar ipak padne, pozitivnih efekata (očuvanje konkurentnosti izvoza u SAD) nema, a gubitak je siguran, jer je kupljena roba kojoj pada cena, sa neizvesnošću da li će se cena oporaviti.

No, situacija može da dovede do toga da centralne banke Japana i Evrope odustanu od podrške dolaru i da poruče svojim izvoznicima da ukoliko im se zbog pada vrednosti dolara smanjuje konkurentnost u SAD idu u Evropu, Južnu Ameriku, Afriku, Aziju.

Ipak, ovo je najveći izazov i izvor neizvesnosti: kako će se SAD i svet prilagođavati novoj situaciji u kojoj dolar gubi dominantnu poziciju u međunarodnim monetarnim i finansijskim odnosima? Šta će se dešavati kada dolari u većoj meri počnu da se iz sveta vraćaju kući? O ovim pitanjima više reči će biti u četvrtom delu rada.

Vrednost emitovanih dolara u vidu novčanica i novčića danas iznosi oko 820 milijardi. Od toga dobar deo je odlutao u svet i tamo cirkuliše decenijama. Koliki je taj deo teško je reći procene, one su različite i kreću se od 40% do čak 70%. Ako je 50% to bi bilo preko 400 milijardi US dolara. Međutim, to se odnosi samo na dolare u vidu efektivne, pa ovom iznosu treba dodati i žiralni novac.

3.4. Ostali savremeni međunarodni ekonomski problemi

“Problemi koji proističu iz postojećih režima deviznog kursa koje smo do sada razmatrali veoma su tesno vezani za druge ozbiljne ekonomske probleme sa kojima se svet danas suočava. To su:

1. protekcionizam u razvijenim zemljama,
2. nesigurnost poslova i stagnirajuće zarade u SAD i ostalim razvijenim zemljama,
3. visoka strukturna nezaposlenost i spori rast u Evropi i u Japanu i potrebe da se sprovedu reforme,
4. izazovi restrukturiranja tranzicionih privreda, i
5. veliko siromaštvo u zemljama u razvoju.”¹⁸

1. Protekcionizam u razvijenim državama. Od sredine 1970-ih godina nastaje ubrzano uvođenje ncarinskih barijera (NCBs), pošto razvijene države traže način da zaštite jednu za drugom industrijsku granu zbog sopstvenog sporog rasta i visoke nezaposlenosti. Ova tendencija je pojačana rastućim spoljnotrgovinskim deficitom u SAD i suficitima u Japanu i Nemačkoj. Danas ncarinske barijere predstavljaju najozbiljniju pretnju posleratnom spoljnotrgovinskom sistemu u svetu. Uplićući se u tokove međunarodne razmene, rastući protekcionizam dovodi do pogrešne alokacije resursa, usporavanja strukturnih promena u zrelih privredama i usporavanja rasta u privredama u razvoju, dok istovremeno daje sve veću osnovu trgovinskim ratovima. Ovaj problem postao je još kompleksniji od kad se svet podelio na tri trgovinska bloka: severnoamerički blok – NAFTA (SAD, Kanada i Meksiko), evropski blok ili Evropsku uniju i mnogo manje organizovan azijski blok.

Uspešan završetak Urugvajске runde iz decembra 1993. godine uspeo je da razreši mnoge probleme protekcionizma u današnjem svetu. Međutim, mnogi problemi još nisu rešeni. Najznačajniji problemi koji nisu bili uključeni u sporazum su, poljoprivredne subvencije su ostale visoke, patentna zaštita u farmaceutskom sektoru je razočaravajuća, a u razmeni kompjuterskih čipova još uvek se naplaćuje carina. Mada su uvedena čvrsta pravila, anti dampinške mere i uvođenje sigurnosnih mera još uvek je moguće, tako da ostaje široko polje za primenu trgovinskih sporova. Nadalje, mnogi spoljnotrgovinski problemi razvijenih država ili se nisu rešavali ili je liberalizacija bila žestoko prolongirana (kao što su poljoprivredni proizvodi). Međutim, moramo biti svesti toga da regionalni spoljnotrgovinski aranžmani nisu supstitut za istinski multilateralizam.

2. Nesigurnost radnih mesta i stagnacija zarada u SAD i drugim razvijenim državama. Ubrzane tehnološke promene, globalizacije i rast konkurencije u oblasti prerađivačke

¹⁸ Salvatore, D., (2009), Međunarodna ekonomija, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 806.

industrije u državama u razvoju, naročito u Kini, izazivaju žestoke promene u formi zatvaranja preduzeća, nesigurnosti radnih mesta i stagniranja zarada u SAD i drugim razvijenim državama. Mada se u SAD svake godine otvori mnogo novih radnih mesta, preduzeće periodično prolaze kroz periode restrukturiranja i smanjenja obima, što dovodi desetine hiljada radnika da potraže drugi posao, često i manje plaćen. Čak i oni koji zadrže posao često osećaju nesigurnost i trpe stagnaciju zarada. Tehnološke promene, globalizacija i povećanja međunarodna konkurencija svakako su najvažniji razlog za smanjenje obima proizvodnje, stagnirajuće plate i nesigurnost radnih mesta u svim razvijenim državama, ali rešenje ovog problema nije u spoljnotrgovinskim restrikcijama ili smanjenju obima međunarodne razmene. Umesto toga, ovaj proces zahteva, pojačanu obuku i rast stručnosti i pripremljenost radne snage za nove poslove iz oblasti informatike, telekomunikacija, biomedicine i drugim oblastima visoke tehnologije. Jedino ako radnici iz ovih država bez prestanka unapređuju svoju stručnost za nove haj-tek poslove, i ako budu spremni da se na njih premeste, te ako prihvate još više obrazovanih imigranata, SAD i druge razvijene države će ostati konkurentne na međunarodnom tržištu. To je cena koju radnici iz bogatih država moraju da plate za velike dobitke u produktivnosti, zaradama i životnom standardu koje donosi "nova ekonomija".

3. Velika strukturna nezaposlenost, spori rast u Evropi i potreba privrednog restrukturiranja u Japanu. Stopa nezaposlenosti u Evropi kreće se oko 8-9%, a u SAD iznosi oko 5%. Što je još gore, skoro polovina ljudi bez posla u Evropi više od godinu dana ne može da nađe posao, a u SAD takvih ima samo 11% od ukupnog broja. Masovna nezaposlenost je svakako najteži evropski problem. Mada su se početkom ove decenije prilike unekoliko popravile, ovaj problem se nastavlja. Problem evropske nezaposlenosti najvećim delom je strukturne ili dugoročne prirode, a velikim delom je nastao zbog suviše darežljivih isplata socijalnog osiguranja i zbog nefleksibilnog tržišta rada, koji destimuliše stvaranje novih radnih mesta koje zahteva globalizacija i tržišna utakmica. Uz veliku nezaposlenost Evropa uvozi manje nego što bi to inače bio slučaj i trudi se da uvede trgovinske restrikcije u jalovoj nadi da će tako uspeti da sačuva radna mesta. Ovo takođe otežava integraciju Centralne i Istočne Evrope u svetsku privredu. Na taj način, u ovom našem međuzavisnom svetu, nacionalni ili regionalni problemi često postanu globalni problem svetske spoljne trgovine. Stoga je postignut konsenzus da se doprinosi za socijalno osiguranje u Evropi moraju smanjivati, a moraju se i ukloniti svi oni zakoni koji koče fleksibilnost radne snage. (Ako je veoma teško otpustiti radnika, poslodavac će dva puta razmisliti pre nego što ga uopšte zaposli). Ali sve je to lakše reći nego učiniti, naročito zbog toga što su Evropljani s pravom ponosni na svoje visoke plate i radno-socijalno zakonodavstvo.

Kada se raspršio balon na tržištu nekretnina, a mnoge banke ostale sa nenaplativim potraživanjima, Japan je od početka 1990-ih godina prošao kroz tri recesije i perioda anemičnog rasta. Banke su tada prestale da kreditiraju čak i sasvim dobre poslovne projekte, a zemlja je upala u privrednu stagnaciju. Japan je skoro sve pokušao da bi prevazišao ovaj problem. Spustio je kamatne stope praktično na nulu, ne bi li time stimulisao privatne investicije; preduzeo je nekoliko ogromnih programa javnih radova na izgradnji puteva i druge (često nepotrebne) infrastrukture ne bi li tako pospešio razvoj; a devizni kurs držao je potcenjenim da bi stimulisao izvoz, ali je privreda ostala u krizi. Tako od 2004. godine Japan konačno izlazi iz krize, ali ostaje potreba da se napravi veliko privredno restrukturiranje.

4. Restrukturiranje u državama u tranziciji. Mada su države u tranziciji (bivše centralno planske privrede SSSR i Istočne Evrope) ostvarile veoma veliki napredak u restrukturiranju i uspostavljanju tržišnih privreda, ovaj proces daleko je od kraja. Ovim državama neophodne su ogromne količine stranog kapitala i tehnologije, kao i slobodniji

pristup tržištima Zapada da bi se razvile u potpuno tržišne privrede. Spori rast i visoka nezaposlenost u Zapadnoj Evropi, međutim, usporavaju ovaj proces. Deset tranzicionih država (osam u Centralnoj i Istočnoj Evropi plus Kipar i Malta) postale su članice Evropske Unije 2004. godine, dok su druge u postupku prijema. Ovo olakšava njihov proces restrukturiranja i integracije u svetsku privredu, i pomaže im da smanjuju razliku u životnom standardu sa drugim razvijenijim državama.

5. Duboko ukorenjeno siromaštvo u mnogim državama u razvoju. Mada mnoge države u razvoju, a naročito Kina i Indija, sada rastu veoma brzo, mnoge najsiriromašnije države u razvoju, naročito one iz Pod-saharske Afrike imaju veliki problem siromaštva, prezaduženosti, privredne stagnacije i širenja nejednakosti u životnom standardu. Ovi nepodnošljivi uslovi života postavljaju veliki problem pred svetsku privredu. Za međunarodni privredni sistem koji je koristi od razmene i specijalizacije rasporedio tako neravnomerno teško da se može reći da funkcioniše ispravno, da ne pominjemo ravnomernost. A svet gde milioni ljudi gladuju ne samo da je neprihvatljiv sa etičke tačke gledišta nego se teško može očekivati da to prođe bez ratova i nestabilnosti.

Tokom godina, Konferencija o trgovini i razvoju Ujedinjenih nacija (UNCTAD) i drugi međunarodni forumi dali su mnoge predloge ne bi li se tako poboljšali uslovi u državama u razvoju i ne bi li se nekako podstakao njihov razvoj. Ovi predlozi izgubili su delimično od svoje primenljivosti tokom 1980-ih i 1990-ih godina jer su razvijene države (naročito Zapadna Evropa, Japan i SAD) bili preokupirani sopstvenim problemima monetarne nestabilnosti i oscilacija deviznih kurseva, sporog rasta, strukturnih neravnoteža i visoke nezaposlenosti. Kao deo zahteva novog međunarodnog svetskog poretka (NMSP, eng. NIEO New International Economic Order), države u razvoju su zahtevale veći pristup na tržištima razvijenih država i mnogo veći priliv pomoći. Uspešni završetak Urugvajске runde u decembru 1993. samo je delimično dotakao spoljnotrgovinske probleme koje imaju države u razvoju. Inostrana pomoć državama u razvoju je stagnirala uprkos činjenici da su problemi u ovim državama ostali nepodnošljivo veliki. Sada se javlja nada da će Doha runda pregovora posvetiti pažnju ovim pitanjima i da će zaista biti razvojna runda.

Iako smo zasebno razmatrali svaki međunarodni ekonomski problem sa kojim sedanašnji svet susreće, oni su svi, u stvari, tesno vezani. Na primer, ogromni spoljnotrgovinski i fiskalni deficit SAD dovodi do protekcionizma i depresijacija, što onda pogađa sve države, i razvijene i nerazvijene. Tesna veza između ovih ekonomskih problema, takođe, ukazuje na jake veze koje postoje u međunarodnoj razmeni, i na međunarodne finansije. U finalnoj analizi moramo da konstatujemo da su problemi sa kojima se svet danas sreće nešto lakši od onih iz 1970-ih i 1980-ih godina, kada je svet prolazio kroz period naftnih šokova, velikih inflacija, dubokih recesija i, naravno, hladnog rata. Osim po pitanju terorističkih pretnji, ima izgleda za oprezni optimizam, da će svet moći da se uspešnije pozabavi pitanjima ekonomskih, socijalnih, političkih i izazova vezanih za ekologiju, uz rastuću saradnju i uzajamno razumevanje među narodima.

4. UTICAJ LIBERALIZACIJE SVETSKE EKONOMIJE NA MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM

4.1. Liberalizacija svetske ekonomije

Kada je Velika Britanija stekla prevlast u svetskoj ekonomiji i postala industrijska radionica sveta, u drugoj polovini 18. veka, nastaje i teorija liberalizma. Njegovi nosioci (Smit, Rikardo, Mil) smatrali su da se država najbrže razvija u uslovima liberalizacije tržišta.

Liberalizam znači otvorene grancie u spoljnoj trgovini i povećana saradnja sa svetom. Potpuno je primenjiv u razvijenim državama. Države koje su ostvarile visoku stabilnu stopu privrednog rasta, strukturne promene i konkurentnost izvoza, normalno je da se bore za liberalnu trgovinu, dok nerazvijene država moraju da štite svoje privrede koje se tek razvijaju.

Do sada je u okviru GATT-a i STO vođeno osam rundi međunarodnih pregovora o smanjenju prepreka međunarodnoj trgovini, odnosno o liberalizaciji međunarodne trgovine. Sve do Kenedijeve runde iz 1961. godine, koji je prvi put uvela globalno smanjenje carina, pregovori su vođeni država po država, za svaki pojedinačni proizvod. Najznačajniji su pregovori u okviru Urugvajske runde vođeni u periodu 1986. do 1995. godine kojima je pored klasičnog smanjenja carina i vancarinskih prepreka u robnom sektoru (proizvodi), osnovana i Svetska trgovinska organizacija – STO, liberalizovani su i sektor usluga, intelektualne svojine (ona je više standardizovana i zaštićena) i kretanje robe po osnovu stranih direktnih investicija. U robnom sektoru, pored značajnog smanjenja carina, delimično je liberalizovan i sektor poljoprivrede i tekstila, tradicionalno dva najzaštićenija sektora u razvijenim državama.

Uvedena su multilateralna pravila koja posebno zabranjuju primenu mera tzv. “sive ekonomije” (kao što su bilateralni ugovori o podeli tržišta, sporazumi o samoograničavanju izvoza, sporazumi o primeni minimalnih cena pri uvozu, zakoni koji favorizuju domaću privredu i sl.). Predviđeno je da se ove mere fazno eliminišu u roku od 5 godina od početka primene sporazuma o zaštitnom sistemu, a taj rok je istekao. Skrenuta je pažnja da se ne sme dozvoliti da se ukidanje mera “sive zone” presele na antidamping mere i konpenzatorne carine. Osnovan je i Komitet za zaštitni sistem (kada je zaštita nužna zbog poremećaja na tržištu, u zaposlenosti i kod platnog bilansa), a države članice su obavezne da, u kratkom roku, ratifikuju sve propise i procedure za primenu mera zaštite.

Kod intelektualne svojine standardizovana je zaštita svih oblika ove svojine (patenata, žigova, knjiženih dela i sl.) i predviđene su rigorozne mere za krijumčarenje, odnosno krivotvorenje intelektualne svojine.

Usluge su isto kao i roba stavljene pod klauzulu najvećeg povlašćenja i principa nacionalnog tretmana, a ako neka država neku vrstu usluga želi i dalje držati pod zaštitom, onda to precizno mora biti predviđeno nacionalnim zakonom za tu vrstu usluge, transparentno za sve članice STO.

Veliki značaj dat je kretanju robe po osnovu stranih direktnih ulaganja, odnosno njenoj liberalizaciji.

U programu devete runde međunarodnih trgovinskih pregovora u Deklaraciji koja je potpisana u Dohi, Katar, 31. jula 2004. godine, predložena je liberalizacija u sedam različitih oblasti što predstavlja veoma značajan korak u daljoj liberalizaciji međunarodne trgovine. To su poljoprivreda (sniženje carina, smanjenja izvoznih subвенicija sa ciljem da se potpuno ukinu, i značajno smanjenje drugih mera koje remete trgovinu). Zatim industrijski proizvodi (smanjenje i ukidanje carina i drugih barijera, naročito na proizvode koji su važni za države u razvoju). Predložena su nova pravila STO (pre svega smanjenje carina i subвенicija za proizvode čelika i teksila). Poboljšan je sistem rešavanja trgovinskih sporova, zaštite životne sredine (povezana su pravila STO i međunarodnih sporazuma za zaštitu okoline, smanjenje carine na ekološku opremu i usluge). Uveden je sistem registracije i zaštite vina i alkoholnih pića koja su poznata po regionu gde se proizvode. Predložena je liberalizacija u oblasti usluga koje pružaju, bankarske, turističke, osiguravajuće i druge kompanije.

Četiri druge oblasti investicije, politika konkurencije, transparentnost u javnim nabavkama i carinska procedura mogu biti predmet pregovora tek posle dva godine, ukoliko se slože sve članice STO.

“Svetska banka dala je računicu da bi novi ciklus otvaranja tržišta uvećao svetski BDP za 2.800 milijardi dolara do 2015. godine, pri čemu 1.500 milijardi u zemljama u razvoju.”¹⁹

Postoje osetljivi proizvodi koji bi nestali, pod pritiskom mnogo konkurentnijih stranih proizvođača, ako bi se primenjivao samo liberalizam bez ikakve zaštite domaćeg tržišta. Tako da su uvek u praksi kombinovani liberalizam i protekcionizam ne samo u državama u razvoju, nego i u razvijenim državama. Iako se podstiče sve veća liberalizacija određeni osetljivi proizvodi za nacionalnu privredu se moraju štititi. Na primer, u Rusiji klauzula najpovlašćenije nacije podrazumeva osnovne carine koje se kreću od 5 do 30%. Države bez preferencijalnog statusa plaćaju carinu dva puta veću od osnovne.

“Ni američka vlada svoju privredu ne prepušta slučaju. Kada je zapretila opasnost od masovnog otpuštanja radnika, zbog nekonkurentnosti u proizvodnji čelika, predsednik SAD uveo je dodatnu carinu na uvoz čelika početkom 2002. godine. Carine su povećane za 40%, od 18% na 26%. Pošto je, zbog ove mere, pretila odmazda EU, a STO je stala na stranu EU, SAD su pomenute carine ukinule, ali su sa istom pomagale svoju industriju čelika u periodu do 20 meseci. Evropska unija, koja je ovom merom bila pogođena, uz saglasnost STO, uvela je kao kontra mere, dodatne carine na 4 milijarde američke robe, sve dok nisu izravnata opterećenja i efekti. Zemlje EU iz budžeta sele najmanje pet milijardi evra godišnje za razvoj svoga aviona “Erbas”. SAD, koje imaju 90 miliona zaposlenih, zaštitile su uvoz tekstila iz Kine, krajem 2004., kada je ukinut Sporazum o tekstilu, pod izgovorom da će 1,5 miliona radnika ostati bez posla, a limitirala je i uvoz drveta iz najbratskije zemlje Kanade. Posle jedanaestog septembra 2011. SAD su uvele poreske olakšice za svoje izvoznike. Raspisujući licitaciju za nabavku aviona za vojsku SAD, su napisale u tenderu da se isključuju proizvođači koji uživaju državne subvencije kako bi posao dobio Boing, a ne evropski Erbas. EU je ograničila uvoz mesa i genetski modifikovane hrane iz SAD, da bi zaštitila domaću proizvodnju, a početkom 2005. naterala je Kinu na trogodišnje samoograničenje izvoza tekstila, jer je kineski tekstil, čiji je uvoz porastao za 30%, navodno ugrozio 2,5 miliona tekstilnih radnika u EU.”²⁰

Prosečna carinska stopa na tekstilne proizvode u SAD i Japanu iznosi 12,2%, a zajedno sa necarinskim barijerama 33,1%. U Japanu carina na uvoz prinča iznosi čak 490%.

4.2. Sporazum o trgovini uslugama - GATS

Prilikom osnivanja Svetske trgovinske organizacije – STO koja je počela sa radom 1995. godine u okviru 28 sporazuma zaključen je Sporazum o trgovini uslugama – GATS, gde su između ostalog regulisana i pitanja finansijskih, odnosno bankarskih usluga.

Sporazum o trgovini uslugama – GATS zasniva se na tri elementa:

1. “prvi je serija osnovnih obaveza u vezi sa trgovinom uslugama koje će se primenjivati na sve članice STO-a,

¹⁹ Unković, M., (2010), Međunarodna ekonomija, peto izmenjeno i dopunjeno izdanje, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 231.

²⁰ Unković, M., (2010), Međunarodna ekonomija, peto izmenjeno i dopunjeno izdanje, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 233.

2. drugi su nacionalne liste koncesija koja sadrže obaveze koje će biti predmet kontinuiranog procesa liberalizacije,
3. treći čine aneksi koji se odnose na specifičnosti liberalizacije pojedinih sektora usluga.²¹

Prvi deo Sporazuma o trgovini uslugama reguliše obuhvat njegove primene – konkretno, usluge koje se pružaju sa teritorije jedne države na teritoriji druge države, usluge koje se pružaju na teritoriji jedne države korisnicima iz neke druge države (na primer, u turizmu), usluge koje se obezbeđuju putem komercijalnog pristustva privrednih subjekata jedne države na teritoriji neke druge države (na primer, u bankarstvu, osiguranju, itd.), i usluge koje pružaju fizička lica, državljani jedne države, na teritoriji neke druge države (na primer, građevinski projekti i konsalting).

Drugi deo Sporazuma reguliše opšte obaveze i disciplinu država. Obaveza transparentnosti obuhvata publikovanje svih relevantnih zakona i propisa. Sporazum sadrži i odredbe o zahtevima za priznavanje (na primer, školskih kvalifikacija), u cilju obezbeđenja dobijanja ovlašćenja, dozvola ili sertifikata u relevantnim oblastima pružanja usluga, i u tom smislu Sporazum podstiče priznavanje kroz harmonizaciju i putem međunarodno dogovorenih kriterijuma.

Od članica STO-a se zahteva da obezbede da monopoli i ekskluzivni pružaoci usluga svojim ponašanjem ne narušavaju konkurenciju, a restriktivna poslovna praksa bi trebalo da bude predmet konsultacija između članica, sa ciljem njene eliminacije.

Sporazumom se predviđa obaveza članica STO-a da ne uvide restrikcije na međunarodne transfere i plaćanja povodom tekućih transakcija, koje obavljaju u vezi sa obavezama po osnovu Sporazuma.

Treći deo Sporazuma obuhvata obaveze o pristupu tržištu i nacionalnom tretmanu.

Četvrti deo Sporazuma obezbeđuje osnovu za progresivnu liberalizaciju u oblasti usluga, putem sukcesivnih rundi pregovora o trgovini usluga u kojima će se dalje liberalizovati uslovi utvrđeni u nacionalnim listama koncesija.

Peti dio Sporazuma obezbeđuje sadrži institucionalne odredbe, uključujući konsultacije i rešavanje sporova, kao i uspostavljanje Saveta za usluge, čije su nadležnosti određene posebnom Ministarskom odlukom.

Posebna pitanja ovog Sporazuma su regulisana aneksima, njih ima osam među koje spada i Aneks o finansijskim uslugama (bankarstvo i osiguranje).

²¹ Stakić, B., Barać, S., (2010), Međunarodne finansije, peto izdanje, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 118.

Četvrti deo

MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM, GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA I BAZEL III



1. UTICAJ GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE NA MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM

Za razliku od predhodnika (zlatnog i zlatno-valutnog standarda) trenutni međunarodni monetarni sistem dobro je služio globalnu ekonomiju. Tokom Velike recesije (najveće krize od Drugog svetskog rata) sistem je pokazao veliku fleksibilnost i otpornost. Države sa fleksibilnim deviznim kursovima koristile su ih kao dobre šok amortizere. Nekoliko država sa fiksnim kursovima prešle su na fleksibilnije kurseve tokom kriza, a kada se poverenje u valutu vratilo neke su se vratile na fiksni kurs. Ove promene su bile skoro redovne, većina valuta je pratila dolar, uprkos činjenici da su SAD epicentar krize. Valute su depresirale u odnosu na dolar u toku krize, a apresirale kada se završila. Iako su neke valute doživele veliku apresijaciju, većina je ostala u skladu sa osnovama. Nesklađenosti je bilo samo u nekoliko slučajeva, najčešće u vezi sa nefunkcionalnom institucionalnom postavkom evropske monetarne unije. Sve u svemu, globana ekonomija je izbegla platnobilansne krize i protekcionističke odgovore koji su bili karakteristični za prethodne epizode ekonomskih poremećaja.

Iz ovih razloga, teško je zaključiti da li je današnji sistem deviznog kursa suštinski loš. Istovremeno, broj nepoželjenih događaja i odgovora do kojih je došlo kao posledica Velike recesije:

1. „neke države u razvoju imaju prevelike rezerve,

2. neke države nevoljno su pribegle kontroli kapitala,
3. nekoliko država, uključujući Brazil, Švajcarsku i Japan, imali su vema velike apresijacije deviznog kursa,
4. evrozona je u dubokoj krizi, i
5. dalje postoji strah da se globalni disbalansi mogu proširiti u procesu oporavka.“²²

1.1. Iskustva međunarodnog monetarnog sistema sa finansijskim krizama u državama u razvoju

Veliki problem sa kojim je suočen postojeći međunarodni monetarni sistem je u njegovoj očiglednoj nesposobnosti da spreči nastanak međunarodnih finansijskih kriza naročito u državama u razvoju. Od sredine 1990-ih godina je bilo čak šest ovakvih kriza: Meksiko 1994-1995, Jugoistočna Azija 1997-1999, Rusija 1998, Brazil 1999, i Turska i Argentina 2001-2002. godine. MMF je ocenio da je kumulativni gubitak autputa kao procenat BDP tokom godina krize bio 30% za Meksiko, 82% za Indoneziju, 57% za Tajland, 39% za Maleziju i 27% za Koreju, procenti za Brazil, Rusiju, Tursku i Argentinu nisu utvrđeni.

Mada su fundamentalni problemi koji su doveli do ovih kriza bili različiti, sam proces je bio veoma sličan. Svaka kriza je započinjala kao rezultat masivnog povlačenja kratkoročnog kapitala, što je bio prvi znak finansijske slabosti države. Strani investitori su početkom 1990-ih godina ulagali u ove države dosta novca, nakon što su u njima liberalizovana tržišta kapitala u cilju ostvarenja velikih zarada i diversifikacije svog portfolija, ali su trenutno i masovno povukli svoj kapital na prvi znak privrednih teškoća produbljujući time krizu.

“Predložen je veliki broj mera, a neki koraci su već i preduzeti u cilju izbegavanja ili minimizacije ovakvih kriza u budućnosti što bi znatno ojačalo arhitekturu postojećeg međunarodnog monetarnog sistema i poboljšalo njegovo funkcionisanje. To uključuje:

1. povećanje transparentnosti međunarodnih monetarnih odnosa,
2. jačanje bankarskih i finansijskih sistema, i
3. promovisanje većeg učešća privatnog sektora.”²³

Povećana transparentnost je ključna jer tržišta ne mogu efikasno da funkcionišu bez adekvatnih, pouzdanih i brzo dostupnih informacije. U tom cilju MMF je 1996. godine uveo tzv. *Special Data Dissemination Standards* (SDDS), a 1997. godine *General Data Dissemination System* (GDDS) koje su prerasle u tzv. *Data Quality Assessment Framework* iz 2001. godine na koji se 2002. godine pretplatilo 50 članica MMF-a. Ovi finansijski indikatori ranog upozorenja (*early-warning financial indicators*) kao što su budžetski i spoljnotrgovinski deficit, dugoročni i kratkoročni dugovi, i devizne rezerve kao procenat BDP, mogli su da budu signal koja država ili države mogu da budu na putu koji donosi nevolje. Strani investitori će tako lakše uočiti gde leže potencijalni problemi i tako će izbeći da se višak sredstava plasira u područja kojima pretila kriza, što će pomoći da se ona izbegne.

²² Dadush, U., Eidelman, V., (2011), *Currency wars*, Carnegie Endowment for International Peace, Washington, USA, str. 9.

²³ Salvatore, D., (2009), *Međunarodna ekonomija*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 802.

Drugi način da se unapredi arhitektura postojećeg međunarodnog monetarnog sistema jeste da se ojačaju bankarski i finansijski sistemi u državama u razvoju. Slabosti bankarskog sistema zajedničke su svim nerazvijenim državama koje su protekle decenije prolazile kroz finansijsku krizu. Slab bankarski sistem i slab finansijski sistem prosto izazivaju finansijsku krizu i garantuju da će biti ozbiljna. Bankarski i finansijski sistem može da se ojača tako što će poboljšati supervizija i prudencijalni standardi, i osiguranjem da banke zadovoljavaju zahteve kapitalne adekvatnosti, da se uvedu adekvatni penali za loše zajmove, i štampanjem relevantnih i pouzdanih informacija o njihovoj kreditnoj aktivnosti. Takođe, važno je da se na vreme razreše problemi sa nesolventnim institucijama. Sprovođenje ovakvih politika je teško, naročito kada su bankarski i finansijski sistem u problemima, ali je zdrav finansijski sistem od ključnog značaja za zdravlje i prosperitet čitave privrede. MMF je formulisao standarde dobre poslovne prakse u oblastima računovodstva, revizije, korporativnog upravljanja, sistemu plaćanja i poravnanja, osiguranju i bankarstvu i neki do njih su već primenjeni kao deo supervizije koji sprovodi MMF.

Treći način za jačanje postojećeg međunarodnog monetarnog sistema je da se mnogo značajnije uključi privatni sektor u rešavanje finansijske krize u državama u razvoju tako što će se zajmovi obnavljati i ponovo pregovarati ili će se obezbeđivati novi izvori, a ne da se odmah beži iz države, kao preduslov za zvaničnu pomoć MMF-a. Logika leži u tome da zajmoprimci preuzmu neku odgovornost za krizu ako daju suviše kratkoročnih kredita u neproaktivne svrhe. To jeste, zajmoprimce je potrebno izvući iz krize umesto da se dozvoli da se lako iskupe i pobegnu iz države. U tom cilju MMF je predložio stvaranje Mehanizma restrukturiranja suverenog duga (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism – SDRM*) za brzo restrukturiranje dugova u državama u razvoju koje se suočavaju sa problemom održivosti spoljnog duga.

Međutim, u finansijskoj analizi mora se imati u vidu da čak i ako se primene sve neophodne reforme, to ne može da eliminiše sve buduće finansijske krize. Sve čemu se možemo nadati jeste da će te reforme smanjiti učestalost i dubinu finansijskih kriza u budućnosti. Ukratko, neke međunarodne krize i nestabilnost mogu biti neizbežni rezultat liberalizacije finansijskih tržišta i cena koju razvijene države i države u razvoju moraju da plate da bi ostvarile sve koristi od liberalizovanih finansijskih tržišta.

1.2. Devizni kursevi tokom globalne finansijske krize

Nakon izbijanja Velike recesije, stanje sistema deviznog kursa u svetu karakterisale su neuredne konstrukcije fleksibilnog, rukovođenog i fiksiranog kursa, uključujući i nekoliko valutnih odbora i veliku valutnu uniju, kao i različiti pristupi kontroli kapitala i rezervama. Dolar, svetska rezervna valuta, pripada državi epicentru krize. Strah od protekcionizma, devalvacije konkurentnosti i kriza javnog duga narušili su svetsku ekonomiju tokom Velike recesije, a MMF, navodni čuvar tog sistema i zajmodavac poslednjeg utočišta, u suštini je bio marginalizovan. Ipak, u najtežim danima krize, od septembra 2008. godine do juna 2009. godine međunarodni monetarni sistem je ostao miran, a fleksibilne valute su pružile sigurnosni ventil. Devizni kursevi su prilagođavani prilično glatko, i dok se mesec po mesec nestabilnost povećavala u 2009. godini, promjene realnih deviznih kurseva bile su skomne. Ove promene pojavile su se na ekonomskim osnovama. Generalno, različiti režimi deviznih kurseva pomogli su skromnom rastu razlika u performansama država. Države zatvorene za kapitalne tokove prošle su bolje nego finansijski integrisane države (nije iznenađujuće, s obzirom na prirodu krize), a države sa fleksibilnim valutama neznatno su nadmašile one sa fiksnim valutama.

„Od kolapsa Lehman's brothers u septembru 2008. godine, do juna 2009. godine, kada je počeo oporavak, većina deviznih kurseva sledili su zajednički put, u velikom meri određen promenama u proceni rizika i statusu SAD kao sigurnog utočišta. Ovaj put se sastojao do dve faze. Prva, od septembra 2008. godine, do marta 2009. godine, većina valuta depresirala je u odnosu na dolar kao posledica tražnja sigurnog utočišta od strane investitora. Dolar je apresirao za 13,6% u nominalnom smislu u tom periodu. Zatim, u drugoj fazi, od marta do juna 2009. godine, kada se vratilo povrenje, preokrenulo se mnogo prethodnih promena deviznog kursa. Ovo se nastavilo u u novembru 2009. godine, kada je dolar depresirao 11,7% u odnosu na mart.“²⁴

Međutim, pojavila su se tri izuzetka od ovog obrasca.

Prvo, države koje su vezale svoju valutu za dolar, Kina, Saudijska Arabija, Venecuela i Hong Kong, održavale su svoju valutu uz pomoć jakih spoljnih bilansa i velikih višaka na tekućim računima. Njihovi nominalni devizni kursevi sledili su putanju dolara, uprkos velikim razlikama u geografskom trgovinskom značaju. Tokom najgore krize, to je značilo apresijaciju valute, što je pomoglo prilagođavanju drugih država.

Drugo, jen je apresirao i ostao jak, dok je Japan, duga jedina ekonomija nulte kamatne stope²⁵ i glavni izvor finansiranja keri trejda (carry trade)²⁶, izgubio monopol. Kako su druge države supštale njihove politike kamatnih stopa, jen je apresirao više od 20%, potpomognut jakom platnobilansnom pozicijom, uprkos masivnom rastu javnih dugova.

Treće, hronično slabe valute, kao što su argentinski pezos i pakistanska rupija, pridružile su se ostalim valutama u depresijaciji tokom prve faze krize, ali i nastavile da depresiraju u drugoj fazi. Argentinski devizni kurse depresirao je za 14% od septembra 2008. do juna 2009. godine.

2. UTICAJ KEJNSIJANIZMA PRI REŠAVANJU GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE

Početak globalne finansijske kriza aktivirao je i staru teorijsku kontraverzu između kenzijskizma i monetarizma, kako se mogu neutralisati njene posledice i kako se može ponovo uspostaviti finansijska i privredna ravnoteža. Međutim, ovog puta su u razmenu argumenata uključeni izdanci ove dve teroije, neokenzijskizam i nova klasična ekonomija.

²⁴ Dadush, U., Eidelman, V., (2011), Currency wars, Carnegie Endowment for International Peace, Washington, USA, str. 13. i 14.

²⁵ Politika nulte kamatne stope (*Zero Interest Rate Policy* – ZIRS) je koncept koji podrazumeva veoma nisku nominalnu kamatnu stopu, kao što je ona u savremenom Japanu, kao i od 16 decembra 2008. godine u SAD. Može se povezati sa sporim ekonomskim rastom. http://en.wikipedia.org/wiki/Zero_interest_rate_policy (19.07.2012)

²⁶ Bazični koncept keri trejda (*carry trade*) je da kupujete valutu sa visokom kamatnom stopom i simultano prodajete valutu sa niskom kamatnom stopom. Neto efekta takve trgovine je zarada na pozitivnoj kamati – razlici između visine dve kamatne stope. Na primer, ako trejder može kupiti AUD/JPY valutni par, koji je vrlo čest keri par, zbog tradicionalno značajne razlike u kamatnim stopama između Australijskog doalra i japanskog jena. Kupujući AUD/JPY je jednako kupovini Aussie (kamata centralne banke 6,00%) i simultana prodaja Japanskog jena (kamata centralne banke 0,50%) radi ostvarenja pozitivne razlike od 5,50%. <http://www.fxserbia.net/osnovni-pojmovi/keri-trejd-carry-trade.html> (19.07.2012)

Fridman (*Friedman*) je, zajedno sa Švarcom (*Schwartz*) 1971. godine izneo hipotezu da monetarna politika može pretvoriti finansijsku krizu u krizu realnog sektora ukoliko ne obezbedi dovoljnu likvidnost finansijskim posrednicima.²⁷ Preporuka monetarizma je bila da se u periodu krize aktivira mehanizam kreditora u krajnjoj instanci centralne banke, shodno Bedžhotovim preporukama i da se uz odgovarajući kolateral obezbedi likvidnost bankama. Sličnu ocenu monetarnoj politici u savremenoj krizi, da su državne akcije i intervencije, a ne inherentni nedostaci ili nestabilnosti privatne ekonomije, prouzrokovali, produžili i dramatično pogoršale krizu daje i Tejlor (*J.B. Taylor*), smatrajući da pravo polje njene intervencije nije bila kriza nelikvidnosti, već rizik kontrapartnera, odnosno nespremnost banaka da razmenjuju likvidnost zbog nepoverenja. Njegova preporuka, kao i Fridmanova, bila je da se mora održati nivo novčane mase, a time i likvidnosti finansijskog sektora i privrede, a to u savremenoj krizi znači da je bilo potrebno izvršiti saniranje bankarskih bilansa. Posle početnih nedoumica, Ministarstvo finansija SAD je tako i postupilo.

Kejnsova hipoteza jeste da monetarna politika može ograničeno stimulisati privrednu aktivnost. Novac je neutralan na duži rok, ali može biti sredstvo stimulacije privredne aktivnosti na kratak rok. Ako novčana masa padne, smanjuje se potrošnja stanovništva i sledstveno tražnja. Smanjenje potrošnje, odnosno tražnje, uzrokuje pad proizvodnje i nezaposlenost. Ova nezaposlenost je nedobrovoljna.

Povećanje emisije novca znači na kratak rok povećanje tražnje. Povećanje tražnje aktivira fiksni kapital uz postojeći angažovani rad. U takvim uslovima, povećava se marginalni proizvod radnika (uz postojane nadnice i cen) i sledstveno profit.

“Na ograničenja korišćenja monetarne politike u uslovima krize Kejns je ukazao poslažeći od analize odnosa držanja gotovine i finansijske aktive (hipoteza preferencije likvidnosti). Ukoliko su kamatne stope visoke, niko neće držati gotovinu, jer su oportunitetni troškovi visoki, ukoliko su kamatne stope niske, postojeće obilje likvidnosti, ali mali obim ulaganja. U ovom drugom slučaju, formira se zamka likvidnosti (*liquidity trap*), odnosno dalje snižavanje kamatnih stopa nije moguće kao instrument stimulacije agregatne tražnje i monetarna politika postaje neefikasna, fiskalna politika dobija na značaju.”²⁸

Monetarna politika u SAD je u savremenoj krizi kombinovala i Fridmanove (1962) i Kejnsove (1956) preporuke. Ona je smanjila regulatornu kamatnu stopu na isorijski najniži nivo od 0 do 0,25%. Da bi izbegla zamku likvidnosti, pribegla je neortodoksnom rešenju, likvidnost je stimulisana povećanim obimom kredita finansijskom sektoru, kako bi se održala njegova kreditna aktivnost. Takođe, centralna banka je kupovala državne kratkoročne hartije od vrednosti, kao bi se omogućilo da država snizi poreze i tako stimuliše investicije korporativnog sektora. Ovo bekstvo u kvalitet značilo je da vlasnici rizičnih finansijskih instrumenata prodaju iste da bi kupili kratkoročne trezorske zapise (*treasury bills*) i tako sačuvali sigurnost svog ulaganja, bez obzira na nizak prinos. Na taj način stimulisana je potrošnja otkupom finansijskih instrumenata privatnog sektora. bekstvo u kvalitet zamenjuje nekadašnje bekstvo u novac u periodima kriza.

²⁷ U originalnoj formulaciji, Fridman je smatrao da monetarna politika nije uzročnik Velike depresije, krize od 1929. do 1933. godine, ali da je propuštanje da se saniraju banke smanjilo obim novčane mase i dovelo do njihove nelikvidnosti. Kasnije je tvrdnja postala rezolutnija – da je FED uzrokovao krizu i da nje ne bi bilo da nije napravio propuste u obezbeđenju likvidnosti.

²⁸ Vasiljević, B., (2011), Svetska ekonomska kriza i ekonomska teorija, Singidunum revizija 2011, Beograd, str. 8.

Iako je kombinovala preporuka i jedne i druge škole, centralna banka je monetarnu politiku stavila u funkciju jačanja agregatne tražnje, odnosno dala je prevagu kejnzijizmu. Ako bi se uzelo u obzir samo usko monetarističko gledanje, takvo povećanje likvidnosti kao rezultata kvantitativnog olakšanja (*quantitative easing*) dovelo bi do veoma visokih inflatornih očekivanja. Empirijsko kretanje stope inflacije u SAD, međutim, nije zapbeležilo porast inflatornih očekivanja. Stopa inflacije ostala je u periodu krize na nivou od 2,2%, a inflatorna očekivanja su formirala stopu od 2,5% na duži rok. Očito je da Fridmanov postulat (1966) da je inflacija uvek i svuda monetarni fenomen, nije potvrđen.

“Međutim, pošto mere monetarne politike daju efekat tek u sredjoročnom periodu, moglo bi se uzeti za ozbiljno upozorenje jednog od istorijskih autora monetarizma, Melcera (A. Melzer), da formiranje ogromen likvidnosti u finansijskom sistemu SAD mora imati za posledicu i visok inflatorni pritisak. Ukoliko se rezerve likvidnosti bankarskog sektora postepeno ne smanje, FED će biti prinuđen na oštru konkurenciju, koja može proizvesti novu recesiju.”²⁹

U Glavi 6. Izveštaja Komisije eksperata Predsednika Generalne skupštine Ujedinjenih nacija o reformama međunarodnog monetarnog i finansijskog sistema, od 21. septembra 2009. godine,³⁰ dati su veoma značajni komentari, pa citiramo dio najvažnijih zaključaka:

1. Ovo je najznačajnija globalna kriza posle osamdeset godina. Kriza nije udes koji se javlja jednom u sto godina, nešto što se desilo ekonomiji, nešto što nije bilo moguće predvideti a kamo li izbegnuti. Verujemo nasuprot tome da je krizu stvorio čovek: ona je rezultat grešaka privatnog sektora i pogrešnih i neuspešnih politika javnog sektora.

Šta je krenulo naopako: rekapitulacija neuspešnih politika i filozofija

2. Premisa ovog Izveštaja je uverenje da ako želimo da adekvatno odgovorimo na krizu - ako želimo robustan oporavak i ako želimo da sprečimo ponavljanje - moramo da imamo tačnu dijagnozu krize. Politika i ekonomske teorije imale su svoju ulogu. Neuspele politike pomogle su stvaranju krize i pomogle su ubrzanju širenja krizne zaraze iz zemlje porekla širom sveta.

3. Ali u osnovi mnogih od ovih grešaka, u javnom i privatnom sektoru, bile su ekonomske filozofije koje su preovladavale tokom prošle četvrti veka (nekad nazivane neoliberalizam ili tržišni fundamentalizam). Ove pogrešne teorije poremetile su odluke u privatnom i javnom sektoru, vodeći do politika koje su u tako mnogo doprinele krizi i konceptu, na primer, da su tržišta samokorektivna i da je u skladu sa tim regulativa nepotrebna. Ove teorije su isto tako doprinele neuspešnim politikama centralnih banaka.

4. Neuspešne institucije i institucionalni aranžmani na nacionalnom i međunarodnom nivou takođe su doprinele krizi. Nedostaci međunarodnih institucija, njihovo upravljanje i ekonomske filozofije i modeli na koje su se one oslanjale doprineli su njihovom neuspehu da spreče izbijanje krize, otkrivanje problema koji su proizveli krizu i davanje adekvatnog ranog upozorenja, kao i da se na

²⁹ Vasiljević, B., (2011), Svetska ekonomska kriza i ekonomska teorija, Singidunum revizija 2011, Beograd, str. 8.

³⁰ Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System, September 21, 2009. Commission Members: Mr. Joseph E. Stiglitz (USA), chair, Mr. Andrei Bougrov (Russia), Mr. Yousef Boutros- Ghali (Egypt), Mr. Jean-Paul Fitoussi (France), Mr. Charles A. Goodhart (UK), Mr. Robert Johnson (USA), Mr. Jomo Kwame Sundaram (UN), Mr. Benno Ndulo (Tanzania), Mr. José Antonio Ocampo (Colombia), Mr. Pedro Páez (Ecuador), Mr. Yaga Venugopal Reddy (India), Mr. Avinash Persaud (Barbados), Mr. Rubens Ricupero (Brazil), Mr. Eisuke Sakakibara (Japan), Ms. Heidemarie Wieczorek-Zeul (Germany), Mr. Yu Yongding (China), Ms. Zeti Akhtar Aziz (Malaysia).

adekvatan način nose sa krizom kada više nije bilo moguće ignorisati je. Zaista, neke od politika koje su sprovodile imale su ulogu u stvaranju krize i njenom brzom širenju u svetu. Sve je to olakšavalo izvoz toksičnih proizvoda, neuspelih regulatornih filozofija i pogrešne institucionalne prakse iz zemalja koje su sebe smatrale primerom koji drugi treba da prate.

5. Debata o odgovarajućoj institucionalnoj praksi i aranžmanima i ekonomskim, političkim i socijalnim teorijama na kojima počivaju nastaviće se godinama. Ideje i ideologije koje su u osnovi ključnih aspekata koje se različito nazivaju neoliberalizmom, tržišnim fundamentalizmom ili doktrinom Vašingtonskog konsenzusa nisu bile zadovoljavajuće. Zanemarene su bile druge ideje, koje su mogle biti od veće pomoći u izbegavanju krize i ublažavanju njenog intenziteta.

6. Poslednja četvrtina stoleća imala je neke zapažene uspehe, među kojima nije najmanji ubrzani rast u Aziji koji je izbavio milione iz siromaštva i doneo mnoge benefite, uključujući produženje životnog veka, povećanje pismenosti i poboljšanje zdravlja. Ali, mada su jedne zemlje dobro prolazile, druge nisu. Međunarodni finansijski i ekonomski aranžmani u mnogim slučajevima delovali su na štetu zemalja u razvoju. Globalni aranžmani koji su olakšavali ubrzani rast u mnogim delovima sveta nisu došli bez cene: rast nejednakosti u mnogim zemljama i, u nekim slučajevima, izuzetno brzo osiromašenje prirodnih izvora i degradacija životne sredine.

7. Poslednju četvrtinu stoleća isto tako je obeležio visok stepen nestabilnosti. U prošlosti, uspesi u sprečavanju kriza koje su nastajale u zemljama u razvoju da postanu globalne, došli su uz visoku cenu tako što su se mnoge zemlje suočile sa nepotrebeno ostrim recesijama i čak depresijama i dobile pomoć koju je nekad pratio gubitak nacionalnog suvereniteta u pitanjima od vitalnog značaja za građane u tim zemljama. Ova, Velika recesija iz 2008. godine, samo je najgora od čestih kriza koje su pogađale svet, ali uz potpun neuspeh da se spreči da kriza koja je nastala u razvijenim zemljama sruši sa sobom čak i one zemlje u razvoju koje su primenjivale solidne makroekonomske i regulatorne politike. Mada je obećavala veću ekonomsku stabilnost, globalizacija je umesto toga vodila u veću nestabilnost.

Šta je urađeno

8. Međunarodna zajednica je odgovorila na krizu na način bez presedana. Masivni paketi stimulansa i spasavanja koje su usvojile države vratili su svet iz ambisa depresije. Uglavnom, politike trošenja država da bi se podržala ekonomska aktivnost funkcionisale su onako kako je bilo predviđeno. U većini zemalja ta trošenja su bila na proizvodne investicije tako da je nova aktiva odgovarala novostvorenoj pasivi. Naročito su dobri mnogi paketi stimulansa koji su uključili "zelenu" komponentu, što rešava glavne dugoročne environmentalne probleme sa kojima je suočena planeta u isto vreme kada trošenje jača snagu globalne ekonomije na kratak rok.

9. Zamena G8 proširenjem na G20 kao glavnog foruma za diskusije zaslužuje pohvalu, jer omogućava veću participaciju i uključuje neka nova tržišta. Ipak većina zemalja u svetu, čiji glas treba da se čuje, i dalje su isključene. Postoji naročita zabrinutost u pogledu političkog legitimiteta diskusija koje isključuju glasove najmanje razvijenih zemalja. Komisija je uvažila značaj kombinovanja efektivnosti (koja se može povećati relativno malom debatnom grupom) sa političkim legitimitetom i ključni predlog koji je dat sugerše kako bi to moglo da se ostvari. Za uspeh svakog predloga za reformu međunarodnog sistema trgovine i finansija bitno je da se o tim zabrinutostima diskutuje.

10. Dobrodošle se obaveze da se reformišu međunarodne finansijske institucije. Sporazum da se čelni ljudi tih institucija biraju na osnovu doprinosa odavno je prevaziđen. Reforme

upravljanja su bitne ako želimo da te institucije ispunjavaju svoje mandate. Glava 4 daje objašnjenja zašto predložene reforme verovatno neće ići dovoljno daleko i koje su dodatne reforme poželjne.

11. Sada izgleda da se priznaje (čak to čine i oni koji su se zalagali za deregulaciju) da postoji potreba za više, ili najamanje boljom, regulativom i izvršenjem, naročito u oblasti finansija. Ali, kako je napomenuto u Glavi 3, zadatak pred nama je veliki i nije jasno da li postoji adekvatno razumevanje dimenzija zahtevane akcije. Komisija, na primer, usmerava pažnju na načine na koje su liberalizacija tržišta kapitala i finansijskog tržišta i deregulacija možda doprineli ne samo stvaranju krize nego i njenom brzom širenju u svetu. Reforme moraju, štaviše, da idu dalje od finansija, na primer, i da obuhvate zakone i regulativu koja se odnosi na korporaciono upravljanje, konkurenciju i bankrotstva. Zbog toga što je đavo često u detaljima, objavljivanje sporazuma o nekim principima možda nije dovoljna.

12. Mada su brojni primeri protekcionističkih akcija koje su preduzete u svetu, uključujući države koje su se obavezale da to ne čine, predstavljali korak nazad, stvari su mogle da budu daleko gore da nije bilo tih obaveza i međunarodnog okvira da se spreče te politike.

Šta treba da se uradi

13. Bitno je da međunarodna zajednica radi na robustnom i održivom oporavku i na reformama koje obezbeđuju dugoročni, demokratski, pravičan, stabilan i održiv rast, pri čemu ima u vidu veliko uvažavanje širokog niza ideja i perspektiva. U najmanju ruku, moramo biti skromniji u pogledu svog poverenja u konkretne ekonomske teorije i naše politike moraju da budu dovoljno robustne ne samo da izdrže ekonomske šokove već i da nam daju oslonac ako se neke od premisa naših teorija pokažu pogrešnim.

14. Isto tako je imperativ da politike budu uokvirene u skup ciljeva koji su primereni širokom pristupu socijalne pravde i socijalne solidarnosti, usmeravajući posebnu pažnju na doborobit zemalja u razvoju i limite koje nameće životna sredina. Bilo bi pogrešno i neodgovorno tražiti samo brze popravke za tekuću krizu i ignorisati vrlo realne probleme sa kojima se suočavaju globalna ekonomija i društvo, uključujući klimatsku krizu, energetske krizu, rast nejednakosti u većini zemalja u svetu, održavanje siromaštva u mnogim mestima i nedostatke u upravljanju i odgovornosti, naročito unutar međunarodnih organizacija. Za mnoge, kriza je samo jedan simptom duboko nefunkcionalnog skupa globalnih aranžmana. Naš Izveštaj pristupa tekućoj krizi iz te šire perspektive.

15. Verujemo da je potrebna obuhvatna agenda da bi se napali problemi koje smo identifikovali i da bi se postigli ciljevi koje treba da tražimo. Ovaj Izveštaj je fokusiran na neke od ključnih reformi u nacionalnim i međunarodnim politikama, regulativi i institucijama. Ovo je makro-ekonomska kriza koja je izazvana delom mikroekonomskim neuspesima, dovodeći do isprepletenosti ovih ovih često nejednakih aspekata ekonomske analize i politike. Neke analize su fokusirane na jedne a druge na ostale aspekte. Verujemo da se ovim problemima treba prići iz koherentnog okvira i u ovom Izveštaju smo pokušali da upravo to uradimo.

3. ULOGA BANAKA U NASTANKU GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE I USPOSTAVLJANJE BAZELA III

Od stečaja banke Lehman's brothers 2008. godine, svakodnevno nas prati priča o krizi. Za krizu bi se moglo reći da je začarani krug svega onog što se u prethodnim godinama na finansijskom tržištu dešavalo.

Na vrhu tog lanca, bili su pre svega „lukavi bankari“, koji su američke hipoteke pretvarali u hartije od vrednosti, da bi istim kasnije trgovali. Ali taj „siguran posao“, pretvorio se 2007. godine u potpuni promašaj. Banke koje su pomenutim hartijama od vrednosti raspolagale, našle su se pred bankrotom.

U pomoć priskače država, kako bi se sprečio kolaps finansijskog sistema, objašnjava Tomas Hartman-Vendels, nemački stručnjak za bankarstvo, profesor na Univerzitetu u Kelnu: „Trebalo bi imati na umu da spasavanje banaka znači uvećavanje državnih dugova. U nekom trenutku kreditna sposobnost države opada. S druge strane, ako se ima u vidu da su upravo banke najveći državni zajmodavci, ugrožena je i stabilnost banaka.“

Uticaj vrzinog kola oseća se upravo sada. Država se beznadežno zadužuje, a banke posluju bezvrednim državnim obveznicama. Pre svega grčke, francuske i španske banke, a i italijanske obveznice gube na svojoj vrednosti. Matematika je jasna, ali i to ujedno znači nastanka nove bankarske krize.

Međutim, međusobni uticaj dužničke i bankarske krize mogao bi se i drugačije objasniti. Ima onih koji veruju da na "vrhu lestvice" nisu nezajažljivi bankari, već nezajažljive države. „Italija svakako pripada grupi zemalja čiji dugovi nisu prouzrokovani bankarskom krizom. Ona je sigurno doprinela finansijskoj situaciji u toj zemlji, ali problem u Italiji jeste nedostatak budžetske discipline, koja narušava stabilnost privrede“, kaže profesor Hartman-Vendels.

Za razliku od prve bankarske krize, u aktuelnoj finansijskoj krizi bankari su samo saigrači, tvrdi Rajnhard Šmit, profesor ekonomije na Institutu Gete u Frankfurtu. On smatra da su bankari žrtve bankarskog zakonodavstva. Naime, vodeće industrijske zemlje zaključile su 1988. godine sporazum „Bazel I“, kojim se ograničava visina uloženog kapitala pri sklapanju rizičnih poslova. Druga i treća verzija tog sporazuma su ta pravila samo još pooštrila. „Na osnovu tih propisa moglo bi se zaključiti da poslovanje državnim obveznicama nije rizično. A to je jedna potpuno idiotska smernica. Drugim rečima, pomenutim propisima banke su bile zavedene da posluju državnim obveznicama, kako bi sačuvali sopstveni kapital“, objašnjava profesor Šmit.³¹

3.1. Problem multinacionalnih banaka

Plasmani banka, odnosno ogromna potraživanja, po logici bankarskog poslovanja, samo su delom pokrivena depozitima, pa ako poverioci posumnjaju u banku povlačeći svoja sredstva, može doći do ogromne krize, uključiv i likvidaciju mnogih banaka. Banke se za ove prilike obezbeđuju rezervnim fondovima, ali njihova sredstva najčešće nisu tako velika da mogu pratiti velike neizvesnosti i rizike. Proces koncentracije i multinacionalizacije prati i banke, posebno od sedamdesetih godina XX veka, tako da i banke sve više prelaze nacionalne granice i postaju multinacionalne. Često se banke spajaju da se proširi mreža radi osvajanja novih klijenata. Pri tome nastoje da što veći deo aktive donosi dobit.

³¹ <http://www.b92.net/biz/vesti/svet.php> (21.07.2012)

Davanje zajmova državama pokazalo se rizičnim, ukoliko nisu bili pokriveni dobrim garancijama. I davanje zajmova za očuvanje stabilnosti valute, najčešće je rizičan posao, gde se u ulozi gubitnika javlja centralna banka odnosno država.

Aktivnost multinacionalnih banaka prepliće se sa aktivnošću multinacionalnih kompanija, tako da one predstavljaju najznačajnije izvore finansiranja ovih kompanija.

„Transnacionalne i multinacionalne banke stalno kreiraju nove zaštitne mehanizme u svoju korist, kažnjavajući, po potrebi, mnoge zemlje koje se kod njih zadužuju i držeći ih u stalnoj neizvesnosti da li će im ili neće odobriti preko potrebne kredite. One, često, nameću rigorozne kriterijume kreditne sposobnosti, sve do izolovanja pojedinih zemalja sa među narodnog tržišta kapitala, na kraće ili duže rokove. Time one direktno utiču na privredni razvoj mnogih zemalja, a u tome im podršku pružaju vlade razvijenih zemalja, pa i Međunarodni monetarni fond.“³²

Osnovno pravilo poslovanja multinacionalnih banaka je da one višestruko obezbeđuju svoje interese, bez obzira na to kako se to odražava na razvoj mnogih država u razvoju. One uvek rade u interesu svog kapitala, a suprotno od potreba da se države u razvoju izvuku iz ekonomske krize. Za proces razvoja država u razvoju i država u tranziciji nema realne alternative jačanju njihovih banaka, jer u protivnom sledi večna zavisnost ovih država od gigantskih banaka razvijenih država.

3.2. Adekvatnost kapitala banaka

Poslednjih nekoliko godina banke su se susrele sa ozbiljnim finansijskim teškoćama u svom poslovanju, što je kulminiralo nastankom aktuelne finansijske krize. Iz ovog razloga velika pažnja se posvećuje sigurnosti bankarskog sistema. Regulatorni organi teže povećanju nivo kapitala banaka, u cilju osiguranja deponenata i sprečavanja prevelikog izlaganja rizicima, a važno mesto zauzima i proces procene adekvatnosti kapitala banaka.

„Kapital banke je oznaka za veoma kompleksnu mrežu interesa i definisanja i predstavlja izraz vrednosti imovinskih delova aktive koji se prezentuju u bilansu stanja, a njima raspolazu vlasnici kapitala banke.“³³

Zbog značaja koji banke kao finansijske institucije za ceo finansijski sistem i osiguranje stabilnosti privrede naročito je važno na koji način se vrši alokacija tok kapitala. Najveći broj država u svetu prihvatio je propise koji donosi Bazelski komitet za superviziju banaka.

Kapital ima veoma važnu ulogu u ostvarivanju ravnoteže između rizika i prinosa, odnosno osnovna funkcija kapitala banke je u smanjenju rizika poslovanja banke. Ukupan iznos kapitala je od najvećeg značaja za neometano poslovanje banaka

Nivo kapitala banke u jednoj državi, odnosno u nacionalnim okvirima definiše više činilaca, a to su strategije uprave banke, vrste i intenzitet rizika koje banka preuzima, interes akcionara, regulativa (nacionalne centralne banke i Bazelskih standarda), ocene i preporuke rejting agencija, očekivanja klijenata banke.

„U analizi adekvatnosti kapitala posebnu pažnju treba obratiti na usklađenost rasta između ukupne aktive i kapitala banke. Naime, ukoliko aktiva brže raste od kapitala banke, to je

³² Stakić, B., Barać, S., (2010), Međunarodne finansije, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 4.

³³ Knežević, S., (2011), Upravljanje kapitalom banke – alokacija i merenje finansijskih performansi, Finansije – časopis za teoriju i praksu finansija, br. 1-6/2011, Beograd, str. 233.

indikator veće zaduženosti, a poznata je činjenica da veća zaduženost znači i veći rizik. Pored toga, značajno je:

- a) sagledati obim i strukturu rizične aktive banke;
- b) uporediti ključne pokazatelje sa ličnim bankama u grani;
- c) identifikovati održivu stopu rasta;
- d) koncipirati adekvatnu politiku zadržavanja kapitala u banci;
- e) sagledati uticaj pada vrednosti nacionalne vaulte na adekvatnost kapitala.“³⁴

„Adekvatnost kapitala se u najvećoj meri rangira na osnovu analize sledećih činilaca:

- sposobnosti banke da identifikuje rizike, održava nivo kvaliteta banke i njenog ukupnog finansijskog potencijala;
- obima i trenda rizične aktive, kao i adekvatnosti rezervi za kreditne i druge gubitke;
- sposobnosti menadžmenta banke da proceni potrebe za dodatnim kapitalom;
- izlaganje riziku po vanbilansnim transakcijama;
- mogućnost pribavljanja kapitala na tržištu kapitala i iz drugih izvora, u okolnostima proširenja obima poslovanja;
- strukture prihoda i njihove dinamike;
- strukture aktive i u vezi sa tim prisutnim tržišnim rizikom sa posebnim akcentom na hartije od vrednosti i stavke sa deviznom kaluzulom;
- drugi bitni činioci.“³⁵

3.3. Razlozi za donošenje Bazela III

„Primarnu ulogu na polju međunarodne harmonizacije pravila u poslovanju banaka, kao i na polju kontrole i nadzora poslovanja banaka, ima Bazelski komitet za superviziju banaka (BCBS), koji postoji u okviru Banke za međunarodne obračune. Bazelski komitet su formirali guverneri centralnih banaka visokorazvijenih zemalja grupe G10 krajem 1974. godine. Komitet je počeo sa radom 1975. godine, a danas ima ukupno 13 zemalja članica: Belgija, Kanada, Francuska, Nemačka, Italija, Japan, Luksemburg, Holandija, Španija, Švedska, Švajcarska, Velika Britanija i SAD.“³⁶

Da bi se u državama članicama Evropske unije obezbedila jedinstvenost u procenjivanju adekvatnosti kapitala nivou preuzetog rizika, Bazelski komitet za superviziju banaka je jula 1988. godine donio Bazelski sporazum I. Ovim sporazumom utvrđena su pravila vezana za adekvatnost kapitala i njegovu procenu. Bazelski sporazum II nastao je zbog potrebe za promenama u načinu obračuna pokazatelja adekvatnosti kapitala.

³⁴ Knežević, S., (2011), Upravljanje kapitalom banke – alokacija i merenje finansijskih performansi, *Finansije – časopis za teoriju i praksu finansija*, br. 1-6/2011, Beograd, str. 240.

³⁵ Knežević, S., (2011), Upravljanje kapitalom banke – alokacija i merenje finansijskih performansi, *Finansije – časopis za teoriju i praksu finansija*, br. 1-6/2011, Beograd, str. 248.

³⁶ Kozomara, J., Stojadinović Jovanović, S., (2011), *Međunarodno poslovno finansiranje*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 323.

Globalna finansijska kriza ukazala je na ozbiljne nedostake sistema regulacije i nadzora finansijskih institucija. Osnovni nedostatak se ispoljio u delu koji se odnosi na prudenciona pravila za kapital i likvidnost.

Potcenjivanje rizika, koje je počelo još dok je na snazi bio Bazel I, zatim Bazel II, usled neadekvatnih nivoa kapitala u kriznom periodu u kom su banke i druge finansijske institucije poslovale, doveli su do toga a regulatorni instrumenti moraju biti ponovo revidirani kako bi finansijski sistem bio bolje kapitalizovan.

Osnovni nedostaci Bazela I bili su zanemarivanje tržišnog i operativnog rizika u poslovanju, jer je adekvatnost kapitala zavisila od kreditnog rizika. Pored toga, u oceni kreditnog rizika nije postojala razlika u kvalitetu dužnika i različitom rejtingu. Neadekvatno su se sagledavali rizičnost i efekat upotrebe modernih finansijskih instrumenata.

Bazelski komitet je na nedostatke Bazela I, reagovao donošenjem Bazelskog sporazuma o kapitalu – Bazela II. Bazelom II su na odredbe Bazela I dodati amandmani vezani za tržišne rizike.

Najvažniji efekti koje je Bazel II trebao da da su:

- snižavanje potrebnog nivoa kapitala banke (ali kroz snižavanje kapitala manje rizičnih banaka, a rast kapitala rizičnijih banaka),
- bolje upravljanje rizicima, veća finansijska stabilnost, ali i
- bolji uslovi za finansiranje kvalitetnijih klijenata, a lošiji za manje kvalitetne.

Celokupno pritanje tretmana kapitala i upravljanje rizicima pratili su brojni drugi dokumenti koji su se odnosili na: kreditni rizik, rizik likvidnosti, operativni rizik, rizik kamatnih stopa, super viziju, eksternu reviziju i internu reviziju.

Bazel II čine tri stuba:

- I stub – minimalni zahtevi za kapitalom
- II stub – proces kontrole adekvatnosti kapitala
- III stub – tržišna disciplina

3.4. Bazel III – mere za očuvanje kapitala banaka u uslovima finansijske krize

Globalna finansijska kriza ukazala je na brojne probleme sa strukturom kapitala, iznosom i kvalitetom kapitala banaka, kao i to da ispunjavanje minimalnih zahteva za kapitalom ne znači i stabilnost bankarskog sektora. Bazelski komitet za superviziju banaka je 16. decembra 2010. godine izdao nove smernice, regulatorni okvir Bazel III, sa ciljem unapređenja sposobnosti bankarskog sektora da asporbuje šokove koji proizilaze iz finansijskih i bankarskih pritisaka, unapređenja upravljanja rizicima i uopšte bankarskog menadžmenta, kao i povećanja transparentnosti poslovanja banaka.

Bazel III je globalni regulatorni okvir za stabilnije banke i bankarske sisteme, koji se sastoji od obuhvatnog seta reformskih mera za podršku osnovnom konceptu – sposobnosti bankarskog sektora da apsorbuje šokove koji nastaju iz finansijskih i ekonomskih stresova, bez obzira na izvor, kroz unapređenje upravljanja rizicima u bankama i transparentnost u njihovom radu.

„Cilj donošenja tih mera jeste da se obezbedi stabilan finansijski sistem u dugom roku, jasnije definiše kapital banke i uvedu novi instituti za amortizovanje gubitaka na teret kapitala koji će obezbediti da banke u budućnosti budu otpornije na ekonomske i finansijske šokove. Banke koje dođu u situaciju da im se kapital smanji ispod zahtevanog nivo neće moći da vrše isplatu dividendi i bonusa.“³⁷

Ovaj set mera utvrđuje pojedinosti novog globalnog kapitala i standarda likvidnosti za banke, koji su razvijeni od strane Bazelskog komiteta za superviziju banaka i odobreni od strane G20 na njihovom samitu novembra 2010. godine u Seulu.

Bazel III nije samo direktan odgovor na trenutnu finansijsku krizu, već i kontinuirani napor Bazelskog komiteta da ojača regulatorni okvir za banke, superviziju banaka i funkciju upravljanja rizicima u banci. To su standardi o novom kapitalnom okviru, sa namerom stvaranja pravila za sigurnije poslovanje banaka. Paket reformi kapitalnog okvira, zajedno sa uvođenjem globalnih minimalnih standarda za likvidnost, predstavljaju jezgro globalne finansijske reforme.

Bazel III bazira na dva komplementarna pristupa koji podržavaju osnovni koncept stabilnije banke (mikro pristup sigurnosti – nivo banke) i bankarskog sistema kao celine (makro pristup sigurnosti), istovremeno.

Mikro-prudenciona regulativa će pomoći da se poveća otpornost pojedinačnih bankarskih institucija u periodima stresa jer Bazel III ustanovljava:

- „viši i bolji kvalitet kapitala banke, sa mnogo većim fokusom na zajednički akcijiski kapital za apsorbovanje gubitaka,
- obuhvatnije pokriće rizika, posebno u odnosu na aktivnosti na tržištu kapitala (izloženost u knjizi trgovanja, na primer, biće predmet stresnog value at risk zahteva) i
- energičnu superviziju, upravljanje rizicima i standarde o obelodanjivanju.“³⁸

Makro-prudencioni pristup Bazela III uvodi fundamentalno nove elemente u globalni regulatorni okvir:

- „kapitalne amortizere koji mogu da pomognu u zaštiti bankarskog sektora protiv kreditnih gepova i mogu se aktivirati u vreme stresa,
- uvođenje leveradge racia kao „rampe“ za dalju izloženost riziku i
- jednog međunarodno usaglašenog okvira likvidnosti – uvođenje dva globalna standarda likvidnosti.“³⁹

Jedan od glavnih ciljeve koje je Bazelski komitet želeo da postigne donošenjem Bazela III je doprinos dugoročnoj finansijskog stabilnosti i rastu bankarskih industrija. Sledeći ovaj koncept, Bazelski komitet je preporučio kvalitativne i kvantitativne reforme regulatorne kapitalne osnove i uneo jedan broj makro elemenata sigurnosti u kapitalni okvir.

„Segmenti obuhvaćeni reformama su sledeći:

- podizanje kvaliteta, konzistentnosti i transparentnosti kapitalne osnove,

³⁷ Knežević, S., (2011), Upravljanje kapitalom banke – alokacija i merenje finansijskih performansi, *Finansije – časopis za teoriju i praksu finansija*, br. 1-6/2011, Beograd, str. 246.

³⁸ Matić, V., (2011), Bazel III, *Bankarstvo*, Ekoleks, str. 180.

³⁹ Matić, V., (2011), Bazel III, *Bankarstvo*, Ekoleks, str. 180.

- jačanje pokrivenosti rizika,
- dopunjavanje kapitalnih zahteva za rizik sa raciom leveridža,
- redukovanje procikličnosti i promovisanje kontracikličnih amortizera,
- usmeravanje sistemskog rizika i unutrašnje povezanosti.⁴⁰

Zajedno sa merama za unapređenje standarda Bazela II, iz jula 2009. godine Bazel III predstavlja sveobuhvatan odgovor Bazelskog komiteta za superviziju banaka na uticaj krize na regulativu, superviziju i upravljanje bankarskim rizicima.

Bazel III bazira na dva komplementarna pristupa koji podržavaju osnovni koncept stabilnije banke (mikro pristup sigurnosti – nivo banke) i bankarskog sistema kao celine (makro pristup sigurnosti), istovremeno.

Pravilima Bazela III znatno je povećan kvalitet i nivo kapitala koji će banke držati u rezervi. Viši kvalitet kapitala znači i veći kapacitet za apsorpciju gubitaka. Zato je ključni element nove definicije kapitala veći fokus na osnovni kapital. S obzirom na to da se direktno koristi za pokriće gubitaka osnovni kapital banke je najefektivniji tip kapitala. Minimalan zahtjev za osnovnim kapitalom je Bazelom III podignut na 4,5% poderisane aktive sa 2% predviđenih Bazelom II. Pored ovog, banke će minimalni iznos kapitala morati dopuniti sa tzv. „zaštitnim iznosom“ (tampon zonom) osnovnog kapitala od 2,5% sredstava, što podiže ukupna regulatorni zahtjev za osnovnim kapitalom koji će banke morati da drže na 7%.

Svrha „zaštitnog iznosa“, odnosno dodatnog zahteva za kapitalom je da osigura da banke održavaju iznos kapitala koji se može koristiti za apsorpciju gubitaka tokom perioda finansijskih i ekonomskih pritisaka. Banka će biti dozvoljeno da povlače „zaštitni iznos“ u kriznim periodima, s tim da što je nivo kapitala banke bliži minimalnom zahtevu, veća su i ograničenja na raspodelu dobiti. Ovim se pomaže da se osigura dostupnost kapitala za podršku tekućeg poslovanja banaka tokom kriznih perioda, čime se učvršćuje cilj čvrste supervizije i upravljanja bankama i namerava rešiti problem isplata bonusa i dividendi u periodima pogoršanih kapitalnih pozicija banke.

Povećanjem minimalnog zahteva za osnovnim kapitalom, Nivo 1 racio kapitala (Osnovni kapital / Rizikom ponderisana aktiva) koji obuhvata osnovni kapital i druge finansijske institucije, čije je uključivanje zasnovano na strožijim kriterijumima, porašće sa 4% na 6%, pre uključivanja „zaštitnog iznosa“.

Bazelski komitet za superviziju banaka, u slučaju da prethodna dva iznosa nisu primenljiva predviđa i treći, kontraciklični iznos, od 0 do 2,5% rizikom ponerisane aktive. Njegova svrha je postizanje šireg markoprudencijalnog cilja zaštite bankarskog sistema u periodima preteranog kreditnog rasta. Ovaj iznos će se upotrebljavati ukoliko postoji prekomeran kreditni rast, koji može za rezultat imati podizanje rizika širom sistema i predstavljaje dopunu regulatornog zakona za osnovnim kapitalom od 7%

Tabela 3. Uporedni prikaz Bazela II i Bazela III

⁴⁰ Matić, V; (2011), Bazel III – Jačanje globalnog kapitalnog okvira, Bankarstvo, Ekoleks, str. 158-160.

	Bazel II			Bazel III		
	Zajednički kapital	Kapital I reda	Ukupni kapital	Zajednički kapital	Kapital I reda	Ukupni kapital
Minimalni zahtjevi	2,0%	4,0%	8,0%	4,5%	6,0%	8,0%
Dodatna zaštita (bafer) čuvanja kapitala	Nije primjenjivo			2,5%		
Kontraciklična zaštita (bafer)	Nije primjenjivo			0-2,5%		
Dodatni zahtjevi za sistematski važne finansijske institucije	Nije primjenjivo			Može biti dodan u druge rizikom ponderisane zahtjeve		
Racio leveridža	Nije primjenjivo			Može uticati na dodavanje rizikom ponderisanih zahtjeva		

Izvor: Basel III: A global regulatory framework for more resilient bank and banking system, December 2010. www.bis.org

Skorašnji događaji pokazali su da banke mogu biti mnogo više izložene rizicima, a da pri tome nisu u mogućnosti da izvrše dodatnu kapitalizaciju u promjenljivim tržišnim uslovima. Stoga će navedena pravila Bazela III biti uvedena postupno, kako bi se bankama ostavilo dovoljno vremena da se prilagode novim zahtevima i kako se ni bi ugrozio ekonomski oporavak od finansijske krize kroz kreditni slom do kojeg mi moglo doći ukoliko bi slabije banke stopirale kreditne plasmane da bi ispunile nove zahteve.

Sve države članice Bazelskog komiteta moraju da počnu sa prevođenjem Bazel III pravila u nacionalne regulative i zakone do 2013. godine kao krajnjeg roka, kada će Bazel III stupiti na snagu i biće primenjivan fazno do 2019. godine. Takođe, banke će morati da počnu sa pripremama za primjenu ovih standarda.

Standardi će biti postupno podeljeni u faze:

- Racio pokrića kratkoročne likvidnosti će postati minimalni standard u 2015. godini, a racio dugoročnog neto finansiranja će postati minimalni standard 2018. godine, sa periodom posmatranja koji će omogućiti supervizorima da postignu snažnije izveštavanje u ovom periodu. Postoje određena očekivanja da bi nedostatak podataka i iskustava vezano za regulativu o likvidnosti, koji su manje kompletni u poređenju sa onima vezano za regulativu o kapitalu, trebalo da bude prevaziđen ovim pristupom.
- Očekivanje Bazelskog komiteta u odnosu na *leverage* racio u tranzicionom periodu je relativno precizna promena da li su predloženi dizajn i kalibracija odgovarajući za pun kreditni ciklus i za različite tipove poslovnih modela. U prvoj polovini 2017. godine sprovedeće se prilagođavanje u odnosu na rezultate primene i procene, kao priprema za Nivo 1 tretman od 1. januara 2018. godine.

Peti deo

BRICS I TRENUTNI IZAZOVI ZA MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM



1. BRICS GRUPACIJA

BRICS je engleska skraćenica i ekonomski pojam koji se odnosi na rastući razvoj ekonomskog potencijala Brazila, Rusije, Indije, Kine i Južnoafričke Republike. Države članice BRICS-a, nakon što su se dobro oporavile od finansijske krize 2008/09. godine, pokazale su da BRICS nije samo marketinška priča, nego da može da ponudi održiv model rasat uprkos tome što nije u skladu sa receptom „otvorenog tržišta i potpune liberalizacije trgovine“ razvijenog sveta. U ovom delu baziraćemo se na praktičnu ulogu koju BRICS može da odigra u reformisanju međunarodnog monetarnog sistema.

1.1. Nastanak BRICS-a

Akronim BRIC (Brazil, Rusija, Indija i Kina) sastavio je Džim O'Nil (Jim O'Neil) početkom 2000-ih godina. Poslednji učesnik ove neformalne grupacije je Južnoafrička Republika, priključena na trećem samitu u Sanji, Kina. Originalna četiri člana BRIC-a dali su prvi oblik ovom klubu na samitu u Jekaterinburgu, u Rusiji, u junu 2009. godine. Drugi samit je održan u Brazilu u aprilu 2010. godine. Inače, ministri spoljnih poslova BRIC sastajali su se na godišnjem nivou još od 2006. godine.

BRICS grupacija ima svoju praktičnu kao i idejnu ulogu u reformi globalnog finansijskog sistema, i određivanju procesa u svetskoj politici. Praktična uloga BRICS država leži u originalnom mandatu ove neformalne grupacije, koja je formirana nakon pojave globalne finansijske krize 2008. godine. Cilj osnivanja grupacije je bio da se razgovara o privredi i trgovini, pre svega u pravcu reforme Međunarodnog monetarnog fonda i Svetske banke, kako bi se povećala zastupljenost država u razvoju u ovim finansijskim institucijama. Nezadovoljstva BRICS država su bila dva.

Prvo, BRICS države su zaključile da je MMF-ov model rasta (Vašingtonski konsenzus) doprineo globalnoj finansijskoj krizi odsustvom zdravog finansijskog nadzora.

Drugo, sa 40% svetske populacije i učešćem u svetskog proizvodnji od 25%, BRICS grupacija je osetila da je vreme da traže politički pristup u globalnim procesima utvrđivanja pravila.

U tabeli su prezentovani pokazatelji ekonomskog zdravlja BRICS država.

Tabela 4. Izabrani pokazatelji BRICS država

Država	BDP na osnovu procene pariteta kupovne moći BDP-a države (u milijardama US dolara)		Inflacija (u procentima promene)		Stopa nezaposlenosti (u procentu od ukupne radne snage)		Ravnoteža platnog bilansa (u milijardama US dolara)	
	2008	2011	2008	2011	2008	2011	2008	2011
Brazil	1.995.774	2.301.275	5,902	4,834	7,900	7,500	-28.192	-65.043
Kina	8.217.399	11.195.363	2,533	2,708	4,200	4,000	436.107	324.797
Indija	3.389.998	4.392.580	9,701	5,686	N.A.	N.A.	-25.480	-49.859
Rusija	2.276.763	2.343.139	13,300	6,800	6,400	7,300	103.722	62.055
Južnoafrička Republika	509.201	549.606	9,500	5,700	21,860	24,400	-19.593	-21.096

Izvor: Karackattu, J.T., (2011), BRICS: Opportunities and Challenges, Institute for Defence Studies and Analyses, str. 3.

1.2. Samit BRICS-a u Sanji i predlog reforme specijalnih prava vučenja

„Tema samita 2011 bila je „Široka vizija i zajednički napredak“ sa dnevnim redom koji je obuhvatio:

1. opštu diskusiju o aktuelnoj međunarodnoj situaciji,
2. međunarodna ekonomska i finansijska pitanja (reformu međunarodnog monetarnog sistema, robnih cena, Svetske trgovinske organizacije i između ostalog, povezana trgovinska pitanja),
3. pitanja međunarodnog razvoja (između ostalog, milenijumski razvojni ciljevi, klimatske promene, održivi razvoj) i

4. saradnju između BRICS država.⁴¹

Deklaracija iz Sanje, Kina, u članu 16 govori o potrebi za “širokim međunarodnim sistemom rezervne valute koji će omogućiti stabilnost i sigurnost.” Instrument izbora za grupaciju je reforma postojećih kvota i glasova u specijalnim pravima vučenja (SDR) u MMF-u, uključujući potrebu da se razgovara o promeni u strukturi korpe valuta specijalnih prava vučenja.

Specijalna prava vučenja su instrument koji MMF koristi za pozajmljivanje sredstava državama izvan fonda, vrednosti od 317 milijardi dolara. Ona su donekle slična “kazino čipovima” koji se mogu iskoristiti u okviru MMF za pristup stranim valutama kako bi se prilagodile rezerve pojedinih država kada se za time ukaže potreba.

Trenutno, valutni kurs specijalnih prava vučenja zasniva se na ponderisanoj korpi valuta (evro, japanski jen, britanska funta i US dolar). U najnovijem pregledu (novembar 2010. godine), važnost valuta u korpi specijalnih prava vučenja zasnovana je na vrednosti izvoza roba i usluga i iznosu rezervi izraženih u odgovarajućim valutama koje drže ostali članovi MMF.

U Tabeli 5. iznesena je postojeća kvota i glasovi koji su dodeljeni BRICS grupaciji, nasuprot onih koje imaju SAD, Velika Britanija i Japan. Na osnovu ove tabele može se razumeti nepravedna raspodela/zastupanje BRICS država u internacionalnim finansijama. Naredno revidiranje obaviće se 2015. godine.

Tabela 5. Specijalna prava vučenja kvote i glasovi

Član	Kvota		Guverner Zamenik	Glasovi	
	u millionima SDR	%		Broj	%
China	9,525.9	4.00	ZHOU Xiaochuan	95,996	3.81
			<i>Yi Gang</i>		
India	5,821.5	2.44	Pranab Mukherjee	58,952	2.34
			<i>Duvvuri Subbarao</i>		
Russian Federation	5,945.4	2.50	Anton Siluanov	60,191	2.39
			<i>Sergey Ignatiev</i>		
Brazil	4,250.5	1.79	Guido Mantega	43,242	1.72
			<i>Alexandre Antonio Tombini</i>		
South Africa	1,868.5	0.78	Pravin J. Gordhan	19,422	0.77

⁴¹ Karackattu, J.T., (2011), BRICS: Opportunities and Challenges, Institute for Defence Studies and Analyses, str. 2.

			<i>Gill Marcus</i>		
United States	42,122.4	17.69	Timothy F. Geithner	421,961	16.75
			<i>Ben S. Bernanke</i>		
Japan	15,628.5	6.56	Jun Azumi	157,022	6.23
			<i>Masaaki Shirakawa</i>		
United Kingdom	10,738.5	4.51	George Osborne	108,122	4.29
			<i>Mervyn King</i>		

Izvor: <http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx> (20.07.2012)

BRICS države veruju da ovakvu raspodelu kvota i glasova treba preraditi i, drugo, da specijalna prava vučenja treba transformisati u neku super-suverenu rezervnu valutu odvojenu od dolara, koja se može konvertovati u bilo koju valutu koju dužnik zahtjeva. BRICS države žele da proces vrednovanja specijalnih prava vučenja uključi njihove valute, tvrdeći da korišćenje specijalnih prava vučenja za cene nafte na globalnom tržištu, na primer, može pomoći spečavanju skoka cena energenata, koji se javlja svaki put kada dolar značajnije oslabi. Postoji mnogo ekonomskih i političkih zasluga za njihov argument za reforme specijalnih prava vučenja. BRICS države bi u svojim zahtevima sigurno naišle na veliku podršku Kejnsa, koji je posle Velike depresije pre sedamdeset godina tvrdio da britanska funta, kao rezervna valuta, ne može pružiti globalnu finansijsku stabilnost, a da je globalna rezervna valuta potrebna, ali ne može da bude valuta jedne države. Kejns je tada ignorisao i promenu rezervne valuta, sa funte na dolar. Sadašnji pozivi na široko zasnovanu rezervnu valutu su prilično razumni.

Međutim, izgleda da BRICS države nisu sigurne kako bi trebalo da izgleda tranzicija specijalnih prava vučenja. Specijalna prava vučenja mogu da igraju ograničenu ulogu u potrebama države za transakcionom valutom, ali zvanična specijalna prava vučenja ne mogu se držati, na primer, od strane pravnih ili fizičkih lica. Nijedna od trenutnih valuta BRICS država ne može zameniti dolar u kratkom ili srednjem roku, a ne postoji ni svetski konsenzus o zameni dolara. Većina trgovine i rezervi se obavlja u dolarima (u 2010. godini 61% svetskih rezervi bilo je u dolarima). Svakako, usmeni dogovor BRICS država ne može zameniti jake ekonomske osnove US dolara, čak iako je ekonomija SAD tokom poslednje decenije opterećena rastom duga.

Neke slabosti su hronične. Indija i Kina suočavaju se sa velikim inflatornim pritiscima (kineska inflacije je dostigla 5,4% u martu 2011. godine), niti država ima potpuno konvertibilnu valutu (Kina upravlja postepenom apresijacijom juana fiksiranog u odnosu na dolar, ali juan ostaje veoma podcenjen). Narodna banka Kine povećala je obaveznu rezervu za svoje banke, odnosno povlačenje viška novčanog toka koji bi mogao predstavljati osnovu za dalju inflaciju, a izlet kamatne stope u Indiju mogao bi se uskoro pokazati kao dobar. Štaviše, za razliku od jednostrane prednosti pripisane kineskim fondovima od oko tri biliona dolara, realnost je da ako Kina zameni bilo koji dio postojećih rezervi prodajući dolare, to će

rezultirati smanjenjem vrednosti dolara. To znači bez obzira što deo dolarskih rezervi ostaje u Kini, odnosno onaj deo dolarskih rezervi koji preostane posle rasprodaje, automatski će biti niže vrednosti. Čak i bez toga da Narodna banka Kine apesira vrednost juana, činjenica je da će slabost dolara automatski ojačati jen i time učiniti kineski izvoz skupljim. To je ono što se obično naziva „dolarska zamka“, a Kina pokušava seve da se iz toga izvuče (isto je i sa drugim državama koje drže velike dolarske rezerve).

Jedan od načina na koji BRICS države pokušavaju da izađu iz ovoga jeste potpisivanje okvirnog sporazuma o finansijskog saradnji na samitu u Sanji, koji predviđa bilateralnu lokalnu valutu za finansiranje (za sada samo finansiranje, bez trgovine). Vnešeknom banka (*Vnesheconom bank*), Ruska državna razvojna banka, Brazilska razvojna banka (*Banco Nacionalo de Desenvolvimento Economico e Social – BNDES*), Indijska eksport-import banka (*Export-Import Bank of India – EXIM*), Kineska razvojna banka (*China Development Bank – CDB*) i Razvojna banka Južne Afrike (*Development Bank of South Africa – DBSA*) postisale su okvirni sporazum. Ali postavlja se drugo pitanje, šta će biti zajednička valuta za obavljanje bilateralne trgovine unutar BRICS država?

Ukoliko ispitamo neke ekonomske pokazatelja navedene u Tabeli 1 (osim opštih trgovinskih obima), onda je jasno da će najverovatnije juan biti valuta koja će se koristiti u skladu sa ovim pristupom. Međutim, s obzirom na prikrivenost finansijskog sistema Kine, nejasne prirode odnosa između Indije i Kine, ili napetosti između Brazila i Kine zbog valutne manipulacije, da li BRICS države mogu olakšati put juana ka statusu “alternativne” rezervne valute?

Drugi pristup je pet setova bilateralnih sporazuma po državi članici potpisani u vezi sa izborom željene valuta (potrebno je da se Indija i Južna Afrika dogovore o svom paru, Indija i Kina o svom, i slično). BRICS države su odličan eksperimentalni osnov za to. Potraga za široko zasnovanim međunarodnim sistemom rezervne valute je neopohodan. Ravnopravnije vrednovanje specijalnih prava vučenja je odlična osnova za polaznu tačku rešavanja zabrinutosti koje BRICS države imaju uvezi postojećeg finansijskog sistema. Međutim, želja za uvođenjem sopstvene valute kao neke vrste “alternativne” rezervne valute na globalnom tržištu biće pusta bez paralelne transparentnosti i reforme finansijskih sistema u tim državama.

1.3. Najava osnivanja udruženja nacionalnih berzi

Države BRICS grupacije nastavljaju kurs slabljenja svoje zavisnosti od razvijenih država, a berze tog bloga pokrenule su vlastite finansijske instrumente među kojima su i terminski ugovori za Moskovsku međubankarsku valutnu berzu (MMVB).

Pojavu novih investicionih proizvoda eksperti objašnjavaju sve većim brojem bogatih investitora u državama sa tržištima u usponu. Svetska federacija berzi u Johanezburgu u Južnoafričkoj Republici najnovijoj članici BRICS-a, je još 2011. godine najavila formiranje alijanse berza članica neformalne grupe pet velikih država sa privredama u naglom usponu. Alijansu bi činile brazilska BM&F Bovespa, ruska MMVB-RTS, Bombajska berza BSE Limited (Indija), korporacija berzi i klirinških organizacija HKEX (Hong Kong) i berza Johanezburga JSE Limited. Sve berze, izuzev MMVB-RTS, u prvih šest mesece neće naplaćivati trgovinu akcijama.

“U prvoj fazi poslovanja alijanse, berze planiraju pokretanja unakrsne ponude finansijskih opcija za svoje indekse na više berzi.

U drugoj fazi članice alijanse nameravaju da zajednički razrade nove proizvode za unakrsnu ponudu.

U trećoj fazi predviđa se usavršavanje novih usluga.”⁴²

Eksperti MMF ocenjuju da će ekonomije država u razvoju u proseku da rastu po stopi od 6,5% godišnje u narednoj deceniji, dok u Evropi taj pokazatelj neće premašiti 2,5%. Indeks Bovespa je u 2012. godini porastao za 13%, MMVB za 6,7%, bombajski indeks Sensex za 10%, kineski “Hang Seng” za 6%, a južnoafrički FTSDE/JSE Top40 za 3,6%.

Novi proizvodi na tržištu kapitala mogli bi da budu usmereni na podsticanje investicija na kratak rok. Međutim, smatra se da bi to pokrenulo tržišne oscilacije.

Prelazak na kreditiranje nacionalnim valutama i pokretanje spostvenih berzanskih instrumenata je pokušaj država u razvoju da se oslobode zavisnosti zapada.

2. TRENUTNI IZAZOVI ZA MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM

2.1. Tranzicija svetske ekonomije

U poslednjih 20 godina, svetska privreda je prošla kroz radikalnu transformaciju, koja je doprinela povećanju slabosti u međunarodnom monetarnom sistemu. Kraj Hladnog rata praćen raspadom Sovjetskog Saveza, zajedno sa brzim usponom Kine i Indije na svetskoj sceni, postavili su nove zahteve pred sistem. Tenzije su bile manje evidentne, dok je svetska ekonomija bila u ekspanziji u prvoj deceniji 21. veka, ali sa početkom krize, slabost međunarodnog monetarnog sistema je došla do izražaja.

Globalna bankarska kriza nastala je u prvom stepenu zbog preteranog preuzimanja rizika od strane mnogih banaka, posebno u “sub-prime”⁴³ sektoru stambenog tržišta SAD, i lošeg upravljanja rizikom. Ovi poremećaji su ubrzani, sa jedne strane globalnom neravnotežom pokrenutom od strane Amerikanaca koji su ohrabrivani da žive iznad svojih mogućnosti i koriste jeftine kredite, a sa druge strane od kineskih izvoznika i štediša koji su generisali ogroman suficit tekućeg bilansa. Iskorišćavanjem nižih troškova radne snage, Kina je uspela da izveze niže cene u ostatak sveta, a zatim je finansirala rastući deficit platnog bilansa SAD investirajući svoj suficit u obveznice trezora SAD.

Danas, kada se SAD i zapadnoevropske države bore da se izvuku iz najgore finansijske krize od Velike depresije, kontrast u razvoju Azije je zadivljujući. Ekonomski rast SAD i dalje je opterećen depresijom na stambenom tržištu. U evrozoni kriza javnog duga izazvala je ozbilju zabrinutost da bi se svetska ekonomija mogla vratiti u recesiju. I, kao posledica dalekosežnih intervencija vlade i centralne banke da podrži brojne banke i druge finansijske institucije,

⁴² <http://www.seebiz.eu/zemlje-brics-osnivaju-udruzenje-nacionalnih-berzi/ar-30895/> (26.07.2012)

⁴³ “Sub-prime lending”, su zajmovi (kredit) koji se odobravaju zajmotražiocima koji ne mogu ponuditi konkretne garancije o mogućnosti vraćanja (otplate) zajma u obliku, recimo, vlasništva nad nekretninama, garantovanom tržištu proizvoda i usluga i sl. Takvi zajmovi (kredit) ukoliko budu odobreni od strane banaka (zajmodavaca) povlače rigorozije uslove vraćanja posebno u vidu kamatne stope koja je daleko veća od nominalne. http://www.proz.com/kudoz/english_to_croatian/finance_general/181071-subprime (21.07.2012).

razvijeni svet je suočen sa ogromnim javnim dugom koji je delimično posledica pomoći bankama i/ili paketa fiskalnih stimulacija u cilju pokretanja nacionalnih ekonomija.

Nasuprot tome, rast BDP-a u razvoju Azije, na čelu sa Kinom, nastavo je da visoko nadmašuje ekonomsku ekspanziju na zapadu. Zaista, doprinos razvoja Azije rastu svetskog outputa udvostručen je u poslednjih dvadeset godina, i sada predstavlja više od četvrtine globalnog BDP-a. U svetlu tri decenije ekonomske liberalizacije, Kina je već pretekla Nemačku na mestu najvećeg svetskog izvoznika, i uskoro će nadmašiti SAD i postati najveće tržište automobila na svetu.

“U narednoj deceniji Kina bi mogla preći SAD kao najveća privreda na svetu. Po tekućim tržišnim cenama, SAD BDP je 14,5 triliona \$ i još uvek je daleko ispred kineskog 5,9 triliona \$, ali izračunat na osnovu pariteta kupovne moći (PPP), kojim se meri BDP koristeći devizne kurseve prilagođene razlikama u ceni iste robe između država, kineska ekonomija je već blizu SAD i mogla bi da je prestigne za nekoliko godina.”⁴⁴

Ipak, po stanovniku, Kina je i dalje relativno siromašna država i suočava se sa nekim ozbiljnim izazovima, kao što su nestabilnost bankarskog i finansijskog sistema, kao i rastuća nejednakost u prihodima, koji ugrožavaju put ka prosperitetu.

2.2. Pitanje opstanka dolara kao svetske rezervne valute

Budući da su emitent svetske rezervne valute nema sumnje da SAD imaju korist od toga, što je francuski ministar finansija Valeri Žiskar Desten (*Valery Giscard d'Estaing*) 1960-ih godina opisao kao “neumerena privilegija”. SAD su imale daleko veću kontrolu nad svojom monetarnom politikom nego što bi inače bio slučaj, i uživale su u nižim troškovima finansiranja nego druge razvijene države. Štaviše, SAD ne treba da formiraju svoje skupe rezerve i brinu o riziku spoljne finansijske krize ako njihov izvoz postane nekonkurentan, s obzirom da uvek mogu odštampati više dolara.

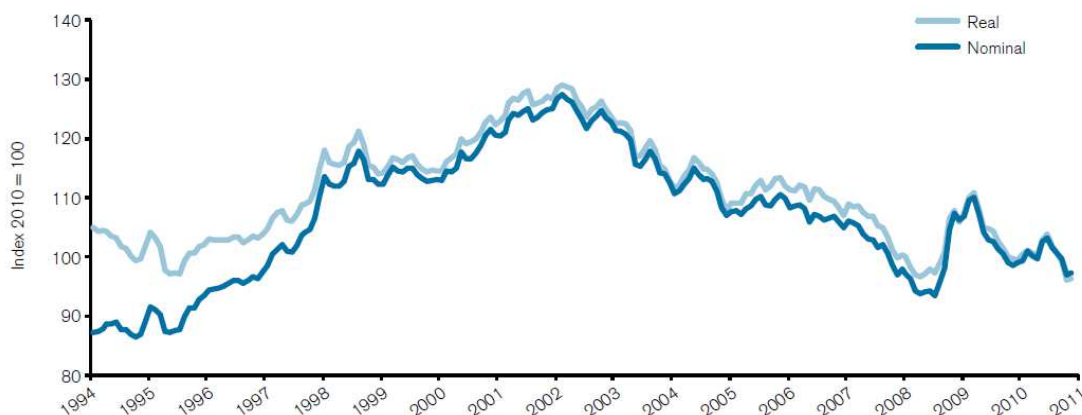
Kao što je Svetska banka sažela, države poput SAD sa imaju “korist od autonomne domaće makroekonomske politike, vlasničkih prihoda (senjoraže), relativno niskih troškova pozajmljivanja, konkurentne prednosti na finansijskim tržištima i malog pritiska za prilagođavanje njihovog spoljnog bilansa.”⁴⁵

Međutim, ove prednosti su sve više bile nedostatak, posebno od početka tekuće finansijske krize. Ovo stanje je proizvelo potencijalno destabilizujuću situaciju, u SAD, najvećoj svetskoj ekonomiji, koja je postala daleko najveći dužnik, a Kina, najveći kreditor na svetu, pod pretpostavkom rizika ogromne valutne neusklađenosti u procesu finansiranja duga SAD.

Grafik 2. Devizni kurs US dolara

⁴⁴ <http://www.economist.com/node/21528988> (21.07.2012)

⁴⁵ Saft, J., (2011), Welcoming the dollar's demotion, International Herald Tribune.



Izvor: Astrov, A., (2012), Gold and the International Monetary Sistem, The Royal Institute of International Affairs, London, UK, str. 11.

Ogromnu količinu nenaplaćenih sredstava u US dolarima drže centrlane banke, što je dugoročna slabost US dolara od 2002. godine (Grafik 2.) i sumnja o vrednosti takve planine duga SAD doprili neli su obnovljenom interesu za zamenom dolara kao primarne rezervne valute. Međutim, trenutno ne postoji prava alternativa. Od vlasnika međunarodne valute se zahtevaju duboka i likvidna finansijska tržišta, a Trezor SAD i tržišta obveznica i dalje su bez premca. Među ostalim valutama korišćenima kao međunarodne rezeve, ni evro, ni jen trenutno nemaju potencijal da postanu rezervna valuta. Čak i pre krize javnog duga u evrozoni, postojalo je pitanja spremnosti vlasti EU da dozvole da evro postane ključna rezervna valuta. U međuvremenu, jen ne može biti ozbiljan rival, jer je japanska ekonomija i dalje premala da podrživa rezervnu valutu, a kao i evrozona, njen rast je suviše spor.

“Iako je pozicija US dolara oslabljena i postoje određene diverzifikacije globalnih rezervi, on je ipak nesumnjivo glavna svetska rezervna valuta, i dalje služi kao sigurno utočište zbog svoje likvidnosti. Bez obzira na diverzifikaciju rezervi, koja odražava zabrinutosti u vezi vrednosti dolara, on je i dalje izrazito dominantan u ostalim funkcijama glavne svetske rezervne valute, odnosno kao sredstvo razmene i kao jedinica obračuna. I uprkos o njegovoj vrednosti:

- 85% svih deviznih transakcija još uvek su u US dolarima,
- polovina svih stranih dužničkih hartija od vrednosti izražene su u US dolarima,
- dve trećine SAD novčanica cirkuliše u inostranstvu, i
- veliki dio međunarodne trgovine i dalje se fakturiše u US dolarima.“⁴⁶

Međutim, kako udeo SAD u svetskom BDP-u nastavlja da opada, održivost dominantnog položaja dolara u međunarodnom monetarnom sistemu, ne samo kao sredstva rezervi, nego takođe i sredstva razmene i jedinice obračuna, verovatno će se dovesti u sumnju, što će još više uzdrmati njegove osnove.

Prema Svetskoj banci, očekuje se da će sve veći značaj tržišta u razvoju u toku naredne decenije, naročito Kine, koja računa na sve veći udeo u globalnoj ekonomiji, voditi do multipolarnog sveta, gde će US dolar do 2025. godine izgubiti status rezervne valute, i deliti prvo mesto sa evrom i juanom. Svetska banka smatra da ovaj scenario za međunarodni monetarni sistem je verovatniji nego scenario statusa kvo sa samo US dolarom ili korišćenjem specijalnih prava vučenja kao glavne međunarodne valute. Kao bivši šef MMF, Mišel

⁴⁶ Astrov, A., (2012), Gold and the International Monetary Sistem, The Royal Institute of International Affairs, London, UK, str. 12.

Kamdesus (*Michel Camdesus*), skoro je rekao, međunarodni monetarni sistem biće potrebno “obnoviti tako da se priznaju tržišta u razvoju, menjajući iz dolarskog sistema u multivalutni.”

“To je u skladu sa rezultatima USB istraživanja u Maju 2011. godini koje je obuhvatilo više od 80 menadžera za rezerve centralnih banaka, nacionalnih investicionih fondova i multilateralnih institucija, koje zajedno kontrolišu više od 8 triliona US\$ sredstava. Više od polovine ispitanih menadžera na godišnjem seminaru UBS predvidelo je da će US dolar biti zamjenjen portfoliom valuta u narednih 25 godina.”⁴⁷

To predstavlja poseban pomak od prethodnih istraživanja, u kojima je većina menadžera verovala da će dolar zadržati status rezervne valute. Rezultati su naglasili rastuće nezadovoljstvo sa dolarom usled pokušaja udaljavanja od njega. Takođe, ukazali su na povećanje uloge zlatnih poluga u narednoj deceniji, 6% menadžera je izjavilo da će najveća promena u njihovim rezervama biti povećanje količine zlata, za razliku od prethodnih godina kada niko od ispitanih menadžera nije izjavio da namerava to da učini.

3. MEĐUNARODNI MONETARNI SISTEM ZA 21. VEK – DVA SCENARIJA : MULTIPOLARNI MMS I SPECIJALNA PRAVA VUČENJA

Razvoj monetarnog sistema za dvadeset prvi vek, u kome najveće svetske ekonomije mogu obuhvatiti i neke ekonomije koje imaju prilično nerazvijene finansijske sisteme, je veliki izazov. U 2010. godini, Kina je prestigla Japan, i po veličini postala druga ekonomija u svetu. U narednoj deceniji zajedno sa ostalim državama BRICS-a, obim kineske ekonomije će stići ekonomiju SAD. U roku od 20 godina, veličina BRICS ekonomija verovatno će biti jednak ekonomiji SAD i EU zajedno. Kakav međunarodni monetarni sistem će biti potreban takvom svetu, i da li se danas može započeti njegov razvoj?

“Postoje dva ekstremna scenarija koja bi se mogla pojaviti, ali planiranje nijednog od njih nije lako. U prvom, koji je pretpostavka mnogih ekonomskih analitičara i kreatora politika za više razvijene ekonomije, nastavak razvoja Kine, sve veće bogaćenje i samopouzdanje o održivosti njene ekonomije, na kraju će omogućiti punu konvertibilnost njene valute, juana. Ove će rezultovati u fleksibilnom deviznom kursu, što su trenutno iskusili dolar i evro. Kako se Kina kreće u tom pravcu, i druge velike ekonomije u razvoju verovatno će se postepeno kretati u istom smeru, a krajnji rezultat će biti nešto približno današnjem Zapadnom monetarnom sistemu. U takvom sistemu, juan, dolar i evro će činiti okosnicu svih svetskih valutnih tržišta, a iza njih će biti japanski jen, britanska funta, brazilski real, indijska rupija, i australijski i kanadski dolari. Možda će još jedna ili dve valute, kao što su korejski von, ruska rublja i švajcarski franak, biti fleksibilne. Valute većine drugih ekonomija biće pod rukovođenim fleksibilnim kursom u odnosu na gore navedene.”⁴⁸

“Drugi ekstremni scenario je sasvim drugačiji. U njemu postoji nova valuta, poput prepravljenih specijalnih prava vučenja (SDR), koja obuhvata postojeće ili buduće nacionalne

⁴⁷ Farchz, J., (2011), Central banks see shift from dollar, Financial Times, USA.

⁴⁸ Subacchi, P., Driffill, J., (2010), Beyond the Dollar – Rethinking the International Monetary System, The Royal Institute of International Affairs, London, UK, str. 43.

valute, pažljivo ih kontroliše u njihovim kretanjima, sa još restriktivnijim kapitalnom tokovima preko granica nego danas.”⁴⁹

Kada je Žu, guverner Narodne banke Kine, napisao članak u aprilu 2009. godine u kome sugerise o široj ulozi specijalnih prava vučenja, mnogi, u početku nisu videli smisao tog predloga. Mnogi su ga tumačili više kao političku izjavu prema SAD i drugim razvijenim državama: sada kada je Kina postala član “elitnog kluba” G20, nudi svoje ideje ali bez pokušaja da budu veoma specifične. Površno, izgleda teško shvatiti kako specijalna prava vučenja mogu iznenada postati interesantna kada postoje od 1969. godine, kao korpa glavnih valuta, i osim za računovodstvene svrhe uključujući transakcije MMF, niko nije odlučio da ih koristi.

Korpa specijalnih prava vučenja koja se sastoji od dolara, evra, jena i funte, lako se može kopirati ulaganjem ili zamenom svih valuta koje je čine, od kojih svaka ima dovoljno likvidnosti. Tu nastaju nova pitanja: Kome su zaista potrebna specijalna prava vučenja? Ako se svakom valutom upravlja direktno kao sredstvom politike od strane dotičnih centralnih banaka, kako se specijalna prava vučenja mogu koristiti kao svetska valuta?

Trenutno, korpa specijalnih prava vučenja zvanično se izračunava svakih pet godina na osnovu tri kriterijuma. Značajna je veličina ekonomije, zajedno sa obimom izvoza roba i usluga u svakoj od država, i iznos rezervi investiranih u svaku od njih od strane država članica MMF-a. Takođe, uslov je da valuta bude potpuno konvertibilna. Poslednje uravnoteženje bilo je u novembru 2010. godine, a jedina izmena je bilo smanjenje mase funte u odnosu na jen. Sasvim je moguće da će na kraju, bez pomena u iznosu kapitala, specijalna prava vučenja postati korpa dve valute – evra i dolara.

Ali šta će se desiti ukoliko se pomene neke ključne činjenice? U pogledu dva kriterijuma za uključivanje u korpu specijalnih prava vučenja, veličine ekonomije i udela izvoza roba i usluga, Kina ima mnogo jači argument za uključivanje nego Velika Britanija, uskoro i Japan. Naravno to je razlog zašto mnogi kreatori politika iz celog sveta stalno govore o potrebi da juan bude fleksibilniji, i u većini slučajeva, da ima jaču vrednost. Interesantno je napomenuti da je Kina najavila da će povremeno koristiti juan za razne namene, uključujući trgovinske transakcije sa drugim BRICS državama i za neke finansijske transakcije u Hong Kongu.

Zašto vrednost juana nije jača? U 2005. godini, sa malom revalvacijom u odnosu na dolar, Kina je najavila da ide napred, vrednost je bila određena na osnovu kretanja valute u odnosu na korpu valuta. U kratkom periodu, ovo nije izgledalo kako se desilo. Izgledalo je da će se jačanje kineske valute široko odraziti na jačanje neke kombinacije drugih valuta (relevantnih za Kinu) u odnosu na dolar. To je naglo zaustavljeno u julu 2008. godine, kada je juan ponovo vezan za dolara, na 6,82-6,83. Tu je i ostao kada je dolar naglo porasto nakon svetskih poremećaja u jesen 2008. godine. Jasno je da se Kina, bar za sada, ponovo udaljila o sistema korpe valuta, odnosno ponovo fiksirala juan za dolar. Čini se da je status kvo neodrživ, a očigledno je izvor frustracija za mnoge druge kreatore politika.

Stopa rasta kineskog BDP-a u 2009. godini bila je 8,7%. U vreme kada su G7 države beležile najveći pad u BDP-u u nekoliko decenija. Mnogi kreatori politika iz G7 država, naročito oni koji očekuju jačanje valuta u odnosu na dolar, vide ovo kao nepravedno. Evropljani sa jakim evrom su najglasniji u ovom, i pitaju se zašto Japan izgleda tako nezainteresovano.

⁴⁹ Subacchi, P., Driffill, J., (2010), Beyond the Dollar – Rethinking the International Monetary System, The Royal Institute of International Affairs, London, UK, str. 43.

Možda postoji još jedan, dublji i složeniji problem. Možda Kina sada ne želi da se meša, naročito kao član G20, a nakon krize ponovo razmisli o tome kako svetski monetarni sistem može biti poboljšan, sa manje nepredvidivih, haotičnih kretanja i dešavanja. Do tada, Kinezi možda ne žele da novo kretanje njihove valute stvori nove probleme. Države koje se najbrže oporavljaju od recesije su najveće ekonomije u razvoju poput Kine, Indije i Brazila. Međutim, oni nisu potpuno sami. U okviru razvijenog sveta, neke države se skoro netaknute krizom, poput Australije i Kanade. Čak i ako je BDP postaje pozitivan, države koje se razvijaju imaju neke od najvećih izazova, obuhvatajući one koji su u prošlosti bile sklone i pristalice veoma fleksibilnih i slobodnih finansijskih tržišta, uključujući i fleksibilne devizne kurseve. Ove činjenice ne može se isključiti za države u razvoju, uključujući Kinu. Postoje neki dokazi da su države sa čvrsto regulisanim finansijskim sistemima, obuhvatajući i neke u razvijenom svetu, prošle bolje u krizi.

Da li ovi dokazi mogu uticati na Kinu? Može se verovati da će specijalna prava vučenja možda biti prerađena, po novim kriterijumima, naročito dajući težinu samo dvema od sadašnje tri valute, u kojim bi apsolutni ključ bila relativna veličina BDP i udio u svetskom izvozu. Do 2015. godine, zajednički udeo pet BRICS država u globalnom BDP približiće se 25%, tj. blizu udelu SAD i EU ekonomija. Pod takvim kriterijumima, uključivanje juana u specijalna prava vučenja biće nazadrživo, a važnost valuta ostalih BRICS država do tada će biti blizu važnosti britanske funte. Po takvom scenariju, utvrđivanje novog ekonomski reprezentativnih specijalnih prava vučenja biće očigledno. Mnoge države izvoznice, uključujući i izvoznice nafte, mogle bi koristiti takva specijalna prava vučenja.

Naravno, i dalje bi postojao veliki problem slobodne konvertibilnosti komponenti novih specijalnih prava vučenja, ali možda postojanje više globalno reprezentativnih valuta može doprineti olakšavanju otvaranja korišćenja ovih valuta za investicije i trgovinu.

Mogu se identifikovati četiri važna trenda čiji uticaj na međunarodni monetarni sistem ne treba zanemariti, a to su :

1. **Veliko približavanje i potražnja za rezervnom aktivom.** Od ranih 1990-ih godina svedoci smo pojave velikog približavanja između razvijenih i ekonomija u razvoju. Udeo razvijenih država u svetskom BDP pao je sa 78,2% u 1992. godini na 64,3% u 2009. godini. Važan deo ovog približavanja je prirodna posledica tranzicije Kine i država bivšeg Istočnog bloka sa planske ekonomije na tržišnu ekonomiju. Drugi deo jednostavno odražava razvoj i proces približavanja u radu u državama u razvoju sa jakim potencijalom za rast, kao što su Brazil i Indija, gde su domaće prepreke za rast uklonjene. Konačno, približavanje odražava brzo bogaćenje proizvođačkih država nakon naglog porasta cijena roba, što je samo po sebi posledica rastuće tražnje iz država u procesu industrijalizacije.

Veliko približavanja ima fundamentalni uticaj na potražnju za rezervnom aktivom. Na prvom mestu, ekonomski razvoj država u razvoju često prethodni finansijskom razvoju. Ekonomski rast prirodno vodi do povećanje tražnje za stabilnom finansijskom aktivom, kao što domaćinstva traže nerizičan način da prenesu svoju kupovnu moć kroz vreme i planiraju svoje buduće potrebe (penzionisanje, zdravstvo, obrazovanje, kupovina kuće). Drugo, rast dovodi do porasta tražnje u javnom sektoru za sigurnom aktivom. Proizvođačke države pokušavaju da njihove trenutne prihode sačuvaju za buduće generacije pravljnjem „raznih rezervi“.

Finansijska tržišta u mnogim državama u razvoju nude nekoliko lokalnih oblika aktive koji su zaista bez rizika. Ipak, u kontekstu globalizovne finansijske ekonomije, rezultat

viška tražnje za sigurnom aktivom usmeren je na finansijska tržišta revizijanih država, čime se podstiče tražnja za rezervnom aktivom u zoni dolara.

Proces približavanja je počeo, ali je još uvek daleko od završetka. U narednom periodu očekuje se uvećana potražnja za rezervnom aktivom iz država u razvoju sa visokim potencijalom rasta, kao i iz proizvođačkih država, izuzev ako institucionalni faktori ne omoguće značajno povećanje lokalne manje rizične aktive.

2. **Finansijska kriza i potražnja za rezervnom aktivom u državama u razvoju.** Privrede država u razvoju su uvek bile izvor opasnosti za globalnu ekonomiju, među kojima se u fluktuacija u cenama roba (u periodu 1974-1979 godina i 2006-2009. godina), nagla kretanja u svetskim kamatnim stopama (u 1982. godini, nakon povećanja kamatnih stopa u SAD), i nagle promene u pravcu privatnih kapitalnih toka (1997. godine tokom azijske krize, i u 2008. godini nakon propasti Liman Bradersa). Takve iznenadne korekcije često dovode do naglih udaraca na ekonomije država u razvoju, koje su suočene sa drastičnim padom spoljnog finansiranja, nižim zaradama od izvoza, porastom zaduženosti i oštrog prilagođavanja u vrednosti njihove valute. Posle azijske krize 1997. godine, mnoge države u razvoju su počele da akumuliraju velike količine rezervne aktive u cilju da se izbore sa budućim ekstremnim udarima. Ova strategija, koja dovodi do povećanja tražnje za rezervnom aktivom u obliku dolara, bar je delimično proverena tokom nedavne finansijske krize. Drugim rečima, određene studije ukazuju da su države koje drže veće rezerve lakše i bolje upravljale krizom.
3. **Pojava alternativnih rezervnih valuta.** Na strani ponude, stvaranje evra 1999. godine kreiralo je valutnu oblast uporedivu po veličini sa dolarskom valutom oblasti. U 2009. godini BDP u evrozoni iznosio je 12.400 milijardi US dolara, u SAD 14.100 milijardi US dolara, i u Kini 5.000 milijardi US dolara. Iako je još uvek daleko iza, Kina je otvoreno izrazila globalne ambicije za juan i vođenje aktivne strategija internacionalizacije svoje valute. U kratkom i srednjem roku, ovi događaji nisu dovoljni da se bitno izmjeni ponuda rezervnih valuta. Do sada, Kina ne obezbeđuje rezervnu aktivu za sebe. Potrebno je napomenuti da je Kina, u jeku finansijske krize, repozicioniranjem internacionalnih portfelja (javnih i privatnih sektora) favorizovala dolar u odnosu na evro, što je doprinelo do apresijacija nekih država EU.
4. **Fiksni i demografski trendovi u industrijalizovanim državama i ponuda rezervne aktive.** U godinama koje dolaze mnoge industrijalizovane države, uključujući i SAD, suočiće se ozbiljnim fiskalnim pritiscima. Ovi pritisci su posledica starenja stanovništva, neglo rsta udela troškova lečenja u državnim budžetima, kao i ukupne stabilizacije javne potrošnje, koja je u velikom meri pod uticajem usporavanja koja proizilaze iz finansijske krize (automatski stabilizatori) i pomoći bankraskom i finansijskom sektoru.

Ova četiri trenda sugerišu da će se neravnoteža između ponude i tražnje za rezervnom aktivom pogoršati u biskoj budućnosti. Kakve posledice po međunarodnim monetarni sistem možemo da očekujemo? Odgovor na ovo pitanje može se dati u zavisnosti da si se gleda na kratak ili srednji rok.

Kratkoročno: neravnoteža i pogoršanja. Mehanizmi destabilizacije koji su igrali važnu ulogu tokom finansijske krize verovatno će ojačati. Konkretno, višak tražnje sa manje rizičnom aktivom može da dovede do povećanja troškova likvidnosti ili, drugim rečima, pada u

globalnim kamatnim stopama. Ukoliko kao jeftini novac uđe u spekulativne tokove, rast neravnoteže može doprineti daljem slabljenju globalne ekonomije.

Globalni poremećaji mogu da potraju. Potražnja za nerizičnom aktivom iz država u razvoju i proizvođačkih država mogla bi mnogo da doprinese nastavku postojećih spoljnih neravnoteža tekućih bilansa.

Srednjoročno: Trifinova dilema i multipolarni svet. Trifin je 1960-ih primetio da potražnja za globalnom likvidnim sredstvima raste sa globalnom ekonomijom. Snažan rast svetske ekonomije povećava zahteva za dolarski izraženom aktivom. Međutim, fiksni kapacitet SAD je obavezan da opada u odnosu na veličinu globalne ekonomije. Pored režima deviznog kursa, to je sposobnost da se obezbedi likvidnost u uslovima globalnog ekonomskog stresa koji definiše izdavaoca rezervne valute. Ovaj kapacitet zavisi od fiskalnog kapaciteta izdavaoca. Prema tome, u daljem svetskom razvoju SAD će neminovno izgubiti monopol rezervne valute.

Dakle, samo je pitanje vremena kada će svet postati multipolarni. Koje valute će se takmičiti sa dolarom? S obzirom na veličinu njihovih ekonomija, samo evro i juan su realni kandidati. Evro je već regionalna rezervna valuta, a kineske vlasti aktivno se pripremaju za internacionalizaciju juana.

Pojava multipolarnog sveta je i izvor za stabilizaciju svetske ekonomije. Povećanjem ponude rezervne aktive u multipolarnom svetu prirodno rešava Trifinovu dilemu. Drugim rečima, multipolarni svet će proširiti fiskalni kapacitet odražen u obezbeđivanju sigurne aktive. Ovaj fiskalni kapacitet će biti određen kolektivnom sposobnošću država da izdaju rezervne valute, tako da bi imao mogućnost prilagođavanja i rasta sa potrebama globalne ekonomije. Ovo povećanje će pomoći u rešavanju problema globalnog nedostatka sigurne aktive.

U multipolarnom svetu, države koje će doneti rezervnu aktivu biće u mogućnosti da koriste premiju likvidnosti (neumerenu privilegiju) dokle god njihov fiskalni kapacitet im bude omogućavao da zadrže status kreatora rezervne aktive. Rezultat fiskalne konkurencije može podstaći oprezne fiskalne politike kako bi se sačuvao fiskalni kapacitet, definisanjem karakteristika svake rezervne valute.

Konačno, kroz povećanje stepena supstitucije između različitih rezervnih aktiva, multipolarni svet će ograničiti fluktuacije deviznih kurseva i cena rezervne aktive (kamatnih stopa).

Zaključna razmatranja

Međunarodni monetarni sistem koji je danas na snazi razvio se u periodu dužem od 150 godina. U procesu evolucije, nastalo je nekoliko monetarnih sistema, koji su propali zbog njihovih urođenih slabosti ili su modifikovani da bi se izborili sa promenom međunarodnog ekonomskog poretka. Tokom vekova, valute su određivane u odnosu na zlato i druge predmete od vrednosti, a međunarodni monetarni sistem je bio predmet raznih međunarodnih sporazuma.

Period zlatnog standarda je jedan od navažnijih događaja u istoriji deviznog tržišta. Osnovna ideja zlatnog standarda je bila da država garantuje konvertibilnost valute u zlato i obrnuto. Pri

zlatnom standardu svaka država definisala je zlatni sastav svoje valute, što znači da su valute imale pokriće u zlatu, pa je bilo jednostavno i nerizično pretvarati jednu valutu u drugu i neometano obavljati međunarodna plaćanja. Međunarodni monetarni sistem koji je postojao u periodu do prvog svetskog rata je bio samoregulišući, i nije bilo potrebno da postoji svetski novac, jer je tu funkciju indirektno obavljalo zlato. Period čistog zlatnog standarda je obavljen velom nostalgije „starih dobrih vremena“ što se u izvesnoj meri proteže do današnjih dana. Međutim, nema izgleda da će zlatni standard ili bilo šta slično biti ponovo uvedeno u bliskoj budućnosti.

Pravila čistog zlatnog standarda su ukinuta izbijanjem I svetskog rata, kada je otpočelo štampanje novčanica bez zlatnog pokrića. Pokušaj vraćanja zlatnom standardu je bio neuspešan i doveo je velike fluktuacije deviznih kursa i perioda velike nestabilnosti. Glavna razlika je bila u tome da se umesto zlatnih rezervi uvode i nekoliko drugih valuta koje su se mogle konvertovati u zlato i nazivati rezervama. Tada je pored funte i franka, američki dolar takođe stekao značaj. Ratovi i njegove posledice su dovele do promene odnosa snaga u svetskoj privredi. SAD su izbile na prvo mesto po ekonomskoj snazi i dolar postaje najvažnija svetska valuta posle drugog svetskog rata. Shodno tome SAD je imala najveći uticaj na formiranje novog MMS-a, pa je novi međunarodni okvir išao u pravcu slobode međunarodne trgovine, slobode plaćanja, izvoza kapitala i transfera profita.

Osnove posleratnog MMS-a, poznatijeg kao Bretonvudski sistem, su postavljene donošenjem odluka o osnivanju MMF i Međunarodne banke za obnovu i razvoj i osnivanjem GATTs-opšti sporazum o carinama i trgovini. To je imalo za cilj promovisanje međunarodne sardanje, olakšavanje rasta trgovine, uspostavljanje međunarodnih plaćanja i kreiranje rezervi, a što je kontrolisano od strane MMFa, kako bi se kontrolisale promene deviznih kursa i rezerve za deficite država. Breton Vuds je formirao metode fiksnih deviznih kursa, američki dolar je zamenio zlatni standard i postao primarna rezervna valuta i stvorile su tri međunarodne agencije za nadzor ekonomskih aktivnosti. Bretonvudski sistem je dozvoljavao promene pariteta u slučaju fundamentalne neravnoteže, ali razvijene zemlje su se nerado odlucivale za devalvaciju (države sa deficitom) ili revalvaciju (države sa suficitom). To je upravo imalo za posledicu nefleksibilnost u procesu uravnoteženja platnih bilansa država, i izazvalo destabilizirajuće međunarodne tokove kapitala i otvorilo put špekulantima za ostvarenje unosnih zarada. Sve to je imalo za posledicu kolaps sistema. Još jedan veoma bitan nedostatak ovog sistema je uloga dolara kao svetskog novca, što mnogi ekonomisti smatraju „fabričkom greškom“. Dolari su u svet odlazili kroz deficit platnog bilansa SAD, što znači da je valuta države koja ima deficit trebala uživati opšte voverenje u svetu i bila prihvaćena kao sredstvo plaćanja, obračuna i rezervi. Sa slomom Breton Vudsa većina država je prešla na neku vrstu fleksibilnog deviznog kursa, što je značilo neodrživost predhodnog MMS.

Posle kraha Bretonvudskog sistema fiksnih deviznih kursa je nastao period plivanja vodećih svetskih valuta. MMS se i dalje oslanjao na dolar kao svetsku rezervnu valutu. Većina zemalja je prešla na sistem fleksibilno rukovođenog kursa, u čijem sistemu se kursu nacionalne valute dozvoljava da slobodno menja vrednost pod uticajem ponude i tražnje. Prelazak dolara na slobodno fluktuiranje je oslobodio monetarnu politiku SAD-a. Međutim dio zemalja u razvoju i zemalja sa tržištem u nastajanju su se opredelile za neki od oblika vezivanja nacionalne valute za dolar. Na taj način dolar je zadržao značajnu ulogu u njihovim deviznim rezervama. Nakon Azijske finansijske krize mnoge zemlje su pojačale akumuliranje deviznih rezervi kupovinom američkih obveznica Trezora SAD. Grupa zemalja sa tržištem u nastajanju, poznate kao BRIKS, su zemlje sa najvećim deviznim rezervama u svetu koje su time i najviše izložene rizicima slabljenja dolara. Praktično trgovinski deficit SAD je

finansiran od strane zemalja koje su svoje devizne rezerve uvaćavale kupovinom američkih trezorskih obveznica.

Zemlje BRIKS su prve pokrenule temu potrebe reforme međunarodnog monetarnog sistema.

Poslednja međunarodna ekonomska- finansijska kriza je najznačajnija globalna kriza posle osamdeset godina. Globalna finansijska kriza pokrenula je diskusije o nužnim reformama svjetskog monetarnog sistema. Mnoga pitanja o tome kako će izgledati novi svetski monetarni sistem i dalje ostaju otvorena – hoće li se dolar održati kao svetska valuta? I koje će zemlje u budućnosti biti vodeće svetske sile? Menja li se uloga međunarodnih monetarnih institucija i da li je potrebno zasedanje nalik onome u Bretton Woodsu 1944?

Ravnoteža u svjetskim privrednim i monetarnim kretanjima u pravilu se ostvarivala kao posledica uticaja vodećih sila (Velike Britanije u 18 i 19 veku) i SADa u 20 veku.

Kina i ostala tržišta u razvoju nisu bile tako snažno izložene uticaju finansijske krize kao SAD i evropske zemlje te se i brže oporavljaju . Pitanje je koja će valuta biti dominantna u budućim odnosima: dolar, euro ili neka treća valuta odnosno, zavisi od toga koja će biti najuticajnija svjetska privreda te kakav će biti budući međunarodni monetarni sistem.

Ideja reforme međunarodnog monetarnog sistema se u konačnici svodi na pokušaj smanjenja dominantne uloge dolara kao svetske valute. U međuvremenu se razvilo više teorija o načinu reformisanja međunarodnog monetarnog sistema, i njegovog razvoja. Jedan od načina je da se pojača uloga SPV, tako da SPV vremenom postane ključna rezervna aktiva. U tom slučaju funkcionisanje međunarodnog monetarnog sistema bi bilo kontrolisano preko MMF-a. Da bi SPV dobila veću ulogu u međunarodnim rezervama neophodno je razviti privatno tržište SPV, odnosno obezbediti mogućnost njihove cirkulacije u privredi kako bi mogli da ih koriste svi učesnici na tržištu . Druga ideja je stvaranje multipolarnog međunarodnog monetarnog sistema gde bi nekoliko valuta imalo status svetske rezervne valute. Najozbiljniji kandidati su za tu ulogu su dolar, euro i kineski renminbi. Razmišljanja idu u pravcu formiranja tri valutna bloka u svetu: dolarski blok, blok eura i azijski blok. Za ovakav razvoj događaja još uvek nisu stvoreni svi preduslovi jer Evropa je suočena sa krizom javnih dugova , a Kina još uvek nema dovoljno razvijeno tržište kapitala, karakteristično je nedovoljno razvijeno tržište obveznica i državna kontrola bankarskog sistema.

Finansijska kriza koja je otpočela u SAD i proširila se na ceo svet je uticala na aktivnosti u pravcu jačanja kreditnog potencijala MMF-a kako bi ova institucija mogla snažnije i na vrijeme reagovati u sprečavanju novih kriza. U tom dijelu je značajan porast udela BRIKS zemalja u kvotama MMF-a.

Literatura

1. Salvatore, D., (2009), Međunarodna ekonomija, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd,
2. Ajami, R.A., Cool, K., Goddard, G.J., Khambata, D., (2006), International Business Theory and Practice, 2nd edition, M.E. Sharpe, New York, USA,

3. Astrov, A., (2012), Gold and the International Monetary Sistem, The Royal Institute of International Affairs, London, UK,
4. Basel III: A global regulatory framework for more resilient bank and banking system, December 2010. www.bis.org
5. Buckley, A., (2004), Multinational finance, fifth edition, Pearson Education Limited, Harlow, UK,
6. Dadush, U., Eidelman, V., (2011), Currency wars, Carnegie Endowment for International Peace, Washington, USA,
7. Farchz, J., (2011), Central banks see shift form dollar, Financial Times, USA.
8. International Monetary Fund, (1989), International Financial Statistics Yearbook.
9. Jovanović Gavrilović, P, (2009), Potreban je novi, viševalutni svetski monetarni sistem, naučni članak, ACTA ECONOMICA, Ekonomski fakultet Univerziteta u Banjoj Luci, Banja Luka,
10. Karackattu, J.T., (2011), BRICS: Opportunities and Challenges, Institute for Defence Studies and Analyses,
11. Knežević, S., (2011), Upravljanje kapitalom banke – alokacija i merenje finansijskih performansi, Finansije – časopis za teoriju i praksu finansija, br. 1-6/2011, Beograd,
12. Kozomara, J., Stojadinović Jovanović, S., (2011), Međunarodno poslovno finansiranje, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd,
13. Matić, V., (2011), Bazel III, Bankarstvo, Ekoleks,
14. Matić, V; (2011), Bazel III – Jačanje globalnog kapitalnog okvira, Bankarstvo, Ekoleks,
15. Kovačević R, Reforma međunarodnog monetarnog sistema (2011) , naučni članak, Bankarstvo, Ekoleks
16. Saft, J., (2011), Welcoming the dollar's demotion, International Herald Tribune.
17. Stakić, B., Barać, S., (2010), Međunarodne finansije, peto izdanje, Univerzitet Singidunum, Beograd,
18. Subacchi, P., Driffill, J., (2010), Beyond the Dollar – Rethinking the International Monetary System, The Royal Institute of International Affairs, London, UK,
19. Unković, M., (2010), Međunarodna ekonomija, peto izmenjeno i dopunjeno izdanje, Univerzitet Singidunum, Beograd,
20. Vasiljević, B., (2011), Svetska ekonomska kriza i ekonomska teorija, Singidunum revizija 2011, Beograd,
21. Eichengreen, B. : *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, The MIT Press, 2010

22. Ginter Hanih, Evrokatastrofa na vidiku, Albatros plus, Beograd, 2011.
23. Džon Ralston Sol, Propast globalizma i preoblikovanje sveta, Arhipelag, Beograd, 2011.
24. George Cooper, Uzroci finansijskih kriza, prevod Masmedia, Zagreb, 2009.
25. Kovač O, Svetska finansijska kriza - izazovi i strategija, Naučno društvo Srbije, Beograd 2011.
26. Kovač O. Međunarodne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007.
27. Vujović, D., Globalna finansijska kriza: poruke i pouke za kasne tranzicije privrede, Univerzitet Singidunum, FEFA, Beograd, 2008.

E-izvori:

1. http://en.wikipedia.org/wiki/Gresham's_law
2. http://en.wikipedia.org/wiki/Zero_interest_rate_policy
3. www.b92.net/biz/vesti/svet.php
4. www.economist.com/node/21528988
5. www.fxserbia.net/osnovni-pojmovi/keri-trejd-carry-trade.html
6. www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx
7. www.proz.com/kudoz/english_to_croatian/finance_general/181071-subprime
8. www.seebiz.eu/zemlje-brics-osnivaju-udruzenje-nacionalnih-berzi/ar-30895/
9. www.europa.eu
10. www.eurostat.ec.europa.eu
11. www.kapital.ba
12. www.ft.com/home/uk
13. www.bloomberg.com
14. www.emg.rs
15. www.geopolitika.rs
16. www.poslovni.hr
17. www.wikipedia.org

