

RADOVAN KOVAČEVIĆ¹

E-mail: radovank@ekof.bg.ac.rs

DA LI JE TRIFINOVA DILEMA JOŠ UVEK VALIDNA?²

WHETHER THE TRIFFIN DILEMMA IS STILL VALID?

JEL KLASIFIKACIJA: F21, F32, F34, F42

APSTRAKT:

Trifin je skrenuo pažnju na slabost Bretonvudskog sistema zbog oslonca na dolar kao rezervnu valutu. Trifinova analiza nestašice zlata u međuratnom periodu pokazala je da će se sa istim problemom susresti i Bretonvudski sistem. Smatrao je da će se svet zbog toga suočiti sa rizikom deflacije. Potrebe centralnih banaka u Bretonvudskom sistemu da povećavaju devizne rezerve će na kraju, prema Trifinu, nadmašiti raspoložive zlatne rezerve SAD. S obzirom na to da su SAD bile u obavezi da na zahteve centralnih banaka konvertuju dolare u zlato po ceni od 35 dolara za jednu uncu zlata, Trifin je smatrao da će u fazi pritiska centralnih banaka američke rezerve zlata biti iscrpljene. Prateći rast kamatnih stopa u SAD, bi, prema Trifinovim očekivanjima, doveo do globalne deflacije. Mada je Trifin smatrao da centralne banke treba da akumuliraju dolarske rezerve, zbog statusa dolara kao svetske rezervne valute i valute kojom se interveniše na deviznom tržištu, u literaturi je ostao poznat po tzv. Trifinovoj dilemi ili Trifinovom paradoksu. Suština ovog paradoksa je da dolar ne može preživeti kao svetska rezervna valuta ako SAD stalno ne povećavaju deficit tekućeg računa, da bi svet snabdevale likvidnošću. Preterana emisija dolara, na drugoj strani, povećava spoljni dug SAD do neodrživog nivoa i može potkopati

1 Redovni profesor Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu.

2 Rad je deo istraživanja na projektu 179065 Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije „Uloga države u novom modelu rasta privrede Srbije“.

vrednost dolara, ocenio je Triffin. Mada je sa raspadom Bretonvudskog sistema ova dilema izgubila na privlačnosti, jer SAD više nisu bile u obavezi da konvertuju dolare u zlato, pitanje povezanosti bilansa tekućeg računa SAD i međunarodne likvidnosti i danas intrigira analitičare. S obzirom da je dolar još uvek vodeća svetska rezervna valuta, u ovom radu pokazujemo da je deficit tekućeg računa SAD i danas važan kanal kreiranja međunarodne likvidnosti. Fiskalni aspekt Trifinove dileme sadržan je u oceni da rast globalne tražnje za sigurnim aktivama uslovljava formiranje prekomernog američkog fiskalnog deficita, koji nije održiv na duži rok. Ovaj aspekt Trifinove dileme i dalje je aktuelan. Trifinov paradoks i danas ukazuje na prednosti i teškoće koje se povezuju sa statusom nacionalne valute kao svetske rezervne valute. U praksi se uočava postojanje konvergencije interesa između SAD, koje i dalje uživaju prednosti zemlje ključne svetske valute, na jednoj strani, i zemalja kreditora koje i dalje akumuliraju dolarske aktive, na drugoj strani. U ovom radu se ukazuje na praktične implikacije statusa dolara kao svetske rezervne valute i ocenjuje životvornost Trifinove dileme danas.

**KLJUČNE REČI:**

TRIFINOVA DILEMA, MEĐUNARODNE REZERVE, TEKUĆI RAČUN,
MEĐUNARODNA INVESTICIONA POZICIJA

ABSTRACT:

Triffin drew attention to the weakness of the Bretton Woods system because of his reliance on the dollar as a reserve currency. His analysis of the shortage of gold in the interwar period showed that the Bretton Woods system will be facing the same problem. He considered that the world would therefore face the deflation risk. The needs of central banks in the Bretton Woods system to increase foreign exchange reserves will ultimately, according to Triffin, outperform the available US gold reserves. Given that the US was obliged to convert dollars into gold at the price of \$35 per ounce at the request of central banks, Triffin felt that, at the stage of central banks pressure, the US gold reserves would be exhausted. The rising interest rates in the US, according to Triffin's expectations, would lead to global deflation pressures. Although Triffin considered that central banks should accumulate dollar reserves, due to the dollar's global reserve status and the status of intervening currency on the foreign exchange market, he remained famous in the literature as the so-called Triffin's dilemma or Triffin's paradox. The essence of this paradox is that the dollar can not survive as a world reserve currency if the US does not permanently increase the current account deficit to supply the world liquidity needs. The excessive emission of the dollar, on the other hand, increases US external debt to an unsustainable level and can undermine the value of the dollar, Triffin said. Although with the collapse of the Bretton Woods system this dilemma has lost its appeal, because the US was no longer obliged to convert dollars into gold, the issue of linking the US current account balance and international liquidity is intrigued by analysts today. Given that the dollar is still the world reserve currency, the paper shows that US current account deficit is still an important channel for creating the international liquidity. The fiscal aspect of the Triffin dilemma is that global growth in demand for safe assets affects the creation of excessive US fiscal deficits, which is not sustainable in the long run. This aspect of Triffin's dilemma remains relevant. The Triffin dilemma still points to the advantages and

disadvantages associated with the status of the national currency as the world reserve currency. In practice, a perception of the convergence of interests between the US, which still enjoys the benefits of the dollar's role as the world's primary reserve currency, on the one side, and creditors that continue to accumulate dollar assets, on the other side, is confirmed. The paper points to the practical implications of the dollar's status as a world reserve currency and assesses the vitality of Triffin's dilemma today.

**KEY WORDS:**

TRIFFIN DILEMMA, INTERNATIONAL RESERVES, CURRENT ACCOUNT,
INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION

1. UVOD

Zahvaljujući dugoročnoj stabilnosti i privrednom rastu SAD, kao i stabilnom finansijskom sistemu tokom 1960-ih, dolar je uspeo da se nametne ostatku sveta kao noseća valuta, valuta fakturisanja i valuta očuvanja vrednosti. Navedene karakteristike su preduslovi koje jedna valuta mora da ispuni da bi zadobila status rezervne valute. To je uspelo dolaru, zahvaljujući osnovama Bretonvudskog sistema. Zemlje koje su počele da ostvaruju suficite tekućeg računa (Nemačka i Japan, na primer) su nastavile da povećavaju dolar-ske iznose u svom posedu u vidu zvaničnih rezervi. To je imalo za posledicu akumuliranje američkih dugovanja prema nerezidentima.

Obaveza SAD u Bretonvudskom sistemu je bila da stranim centralnim bankama garantuje konvertibilnost dolara u zlato po ceni 35 dolara za uncu zlata. Vremenom je dolarska imovina u posedu stranih centralnih banaka rasla, pa se nametnulo pitanje da li SAD imaju dovoljno zlatnih rezervi za tu namenu. Sve dok su strane centralne banke akumulirale dolare (dolarske rezerve najviše u vidu obveznica koje donose kamatu), nije postojao pritisak na njihovu konverziju u zlato. Kad su počele češće konverzije, javila se zabrinutost. Na ovaj problem ukazao je Robert Triffin,³ ističući pitanje poverenja kao dugoročni problem Bretonvudskog sistema. Triffin je zapazio da su zalihe deviznih rezervi stranih centralnih banaka brzo rasle, i da su po obimu premašile američke zalihe zlata po ceni od 35 dolara za uncu zlata. Imajući u vidu obavezu SAD da konvertuju dolare za zlato, Triffin je već početkom 1960-ih ocenio da one tu obavezu ne bi mogle da ispune ako bi svi holderi američkih dolara istovremeno odlučili da ih zamene za zlato. Triffin je smatrao da postoji rizik nepoverenja ako centralne banke pokušaju da zamene dolare za zlato i naiđu na teškoće. Usled toga, strane centralne banke bi mogle da prekinu sa akumulacijom dolara, trgovina bi stagnirala i svetska privreda bi na kraju zapala u recesiju. Ako bi SAD nastavile da omogućavaju neograničenu ponudu dolara, javile bi se sumnje stranih centralnih banaka da ih mogu konvertovati u zlato, što bi umanjilo poverenje u dolar kao međunarodnu valutu. To bi moglo da ugrozi funkcionisanje Bretonvudskog sistema, smatrao je Triffin. Mogućnost da se problem reši povećanjem cene zlata nije bila prihvatljiva,

3 Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven: Yale University Press.

jer su SSSR i Južna Afrika imali najveće rezerve zlata, pa bi imale i najveće koristi od toga, a centralne banke u svetu bi mogle dalje da očekuju smanjivanje vrednosti svojih deviznih rezervi u meri porasta cene zlata.⁴ Dakle, na ovaj način ne bi bio rešen problem poverenja na koji je ukazao Trifin.⁵ Bretonvudski sistem fiksnih deviznih kurseva je tokom 1960-ih počeo da se suočava sa problemima, što je na kraju dovelo do njegovog sloma.⁶

Predmet istraživanja u ovom radu je validnost Trifinovog paradoksa danas. Posle sloma Bretonvudskog sistema, svet je sa režima fiksnih prešao na fleksibilne devizne kurseve. To je omogućilo da kursevi u današnje vreme budu instrument za prilagođavanje različitim ekonomskim uslovima. Danas, sem dolara, postoji i druga globalna valuta, evro, što je umanjilo centralni značaj dolara u međunarodnom monetarnom sistemu (MMS). Konačno, međunarodna likvidnost danas ne zavisi isključivo od jedne valute. Duboka i čvrsto integrisana finansijska tržišta omogućavaju investiranje u različite finansijske aktive širom sveta. Za razliku od Bretonvudskog sistema zvanične likvidnosti, globalna likvidnost danas zavisi pre svega od privatnih tokova kapitala. Stoga je treba ocenjivati uzimajući u obzir sem zvanične likvidnosti i privatne tokove kapitala. To su argumenti za tvrdnju da su danas rizici manjka globalne likvidnosti veoma mali. Ipak, to ne znači da se ne mogu javiti kratkoročni poremećaji likvidnosti, kao što se to desilo 2008. godine. Ovo su razlozi zbog kojih neke zemlje sa tržištem u nastajanju (eng. emerging markets) danas uvećavaju devizne rezerve, pre svega u vidu dolarskih aktiva. Druge zemlje, sa većom otvorenošću računa kapitala, povećavaju opreznosne devizne rezerve. Zemlje izvoznice nafte, u fazama skoka cena ove sirovine, suficite tekućeg računa pretvaraju u devizne rezerve.

Tražnja u svetu za sigurnim aktivama i dalje potencira izuzetnu privilegiju SAD da preko omekšavanja monetarne politike podstiču privredni rast. Dokaz za to su niske kamatne stope posle krize iz 2008. kao i ekspanzivna monetarna politika, što je doprinelo porastu spoljne zaduženosti SAD. Preveliko oslanjanje SAD na jeftine kredite nalikuje ponašanju iz Trifinovog vremena. Slično je postupanje glavnih emitenata i holdera rezervnih valuta, koji u prvi plan stavljaju svoje kratkoročne ciljeve, zanemarujući potrebe stabilnosti globalnog sistema. Takvo ponašanje dovodi do neodrživih neravnoteža, uz porast osetljivosti globalnog finansijskog sistema, što može izazvati krizu poput one iz 2008. godine. Kao i u Trifinovo vreme, danas ne postoji mehanizam za simetrično uravnoteženje nastalih neravnoteža, uprkos fleksibilnim deviznim kursovima, većoj mobilnosti kapitala i velikim tokovima privatnog kapitala.⁷ Izgleda da je Trifinova dilema, posmatrana u širem kontekstu, još uvek opravdana. Dokazivanje ove pretpostavke je predmet istraživanja našeg rada.

-
- 4 Meltzer, A. (1991). "U.S. Policy in the Bretton Woods era", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 73(3), pp. 53-83. je smatrao da bi problem mogao da se reši da je postignut dogovor o dupliranju cene zlata sa 35\$ na 70\$ po unci. U razdoblju pre 1965. godine, Fed je obraćao pažnju na međunarodne okolnosti prilikom donošenja odluka o primarnoj kamatnoj stopi.
 - 5 Trifin, R., op. cit.
 - 6 Solomon, R. (1982). The International Monetary System 1945-1981. New York: Harper and Row, smatra da Trifinova dilema nije dovela do raspada Bretonvudskog sistema, jer je više bila definisana kao princip, sa idejom da se uvedu spacijalna prava vučenja (SDRs). Proces prilagođavanja nije više delovao, prema ovom autoru, i to je dovelo do kraha Bretonvudskog sistema. Tobin, J. (1978). „A Proposal for International Monetary Reform”, Eastern Economic Journal, 4(3/4), pp. 153-159. ističe da su Trifin i njegovi sledbenici ponudili rešenje nastalog problema u vidu internacionalizacije rezervi i rezervnih aktiva. Krajnje rešenje je, prema njihovom gledištu, bila svetska centralna banka.
 - 7 Mada veće devizne rezerve pružaju mogućnost lakšeg odgovora na eksterne šokove, njihova globalna kumulacija može prouzrokovati sistemske rizike. Rastuća zaduženost zemlje emitenta rezervne valute može dovesti do porasta njenih državnih dugova, sa rizikom da to proizvede valutnu ili bankarsku krizu. Ako zemlja emitent svetske rezervne valute zapadne u krizu, to može narušiti funkcionisanje MMS-a, brzo se prenosi na ostatak sveta, i može dovesti do globalne recesije. Ovakav sled događaja može se pratiti na primeru globalne ekonomske krize iz 2008. godine.

Cilj ovog rada je da analizira današnje stanje na području rezervne valute i oceni aktuelnu snagu Trifinovih argumenata. Trifin je tvrdio da tekući račun zemlje rezervne valute mora biti u stalnom deficitu, da bi se ostatak sveta snabdeo rezervama koje su denominovane u njenoj valuti. To je, u doba Bretonvudsda, značilo da tekući račun SAD mora biti u stalnom deficitu, da bi ostatak sveta akumulirao dolarske rezerve.⁸ Rastuća tražnja za deviznim rezervama u svetu, zadovoljavana preko deficita tekućeg računa SAD, dovela bi do neo-drživog rasta zaduženosti SAD. U tom momentu SAD bi morale ili da prekinu sa praksom formiranja deficita tekućeg računa i time uskrate ponudu dolara za globalne rezerve, ili bi zaduženost SAD nastavila da raste bez ograničenja, što bi uticalo na smanjivanje vrednosti dolara i rezervi koje su denominovane u ovoj valuti.⁹ Cilj ovog rada je da utvrdi da li još uvek važi sledeća sekvenca: Kroz trgovinski deficit, SAD kreiraju dolarsku likvidnost. Zemlje sa suficitom dobijene dolare vraćaju u SAD kupujući njihove hartije od vrednosti (HoV) i time sprečavaju pad vrednosti dolara, uz niske kamatne stope.

Preostali deo rada je organizovan na sledeći način. U drugom delu se daje pregled literature koja je relevantna za predmet našeg istraživanja. U trećem odeljku se definišu istraživačke hipoteze, uz opis korišćenih podataka i primenjenih metoda istraživanja. U četvrtom delu se izlažu rezultati i diskusija. Na kraju se, u petom odeljku, izlažu zaključci istraživanja.

2. PREGLED LITERATURE

Empirijski posmatrano, validnost Trifinove dileme izgleda da nije dokazana. Zapravo, neki autori tvrde da su SAD, u vreme kad je Trifin formulisao ovu dilemu, imale suficit tekućeg računa.¹⁰ Do prelaska u zonu deficita je došlo tek 1971. i 1972. godine. Borio¹¹ ističe da zemlje mogu prodati na tržištu sopstvene HoV i tako povećati devizne rezerve. Kao primer navodi Indiju koja poseduje značajan iznos deviznih rezervi, a da pri tome ostvaruje značajne deficite, a ne suficite kako je tvrdio Trifin.

Da bi ostale zemlje došle u posed dolarskih holdinga deviznih rezervi, trebalo je da ostvaruju suficite tekućeg računa. U ovom scenariju nagomilavanje deviznih rezervi je cilj, a suficit tekućeg računa je način da se ostvari ovaj cilj. Međutim, u praksi je moguće da zemlja postavi cilj da ostvaruje suficit tekućeg računa, a da se onda devizne rezerve uvećavaju kao sporedni efekat. Za ovakav slučaj može se navesti primer današnje Kine, koja godinama unazad ostvaruje značajne trgovinske suficite u razmeni sa SAD, ali i suficite u svom tekućem računu.¹² Veličina američke privrede, a posebno njihovog finansijskog

8 U originalnoj verziji Trifin je govorio o akumuliranju tokova u računu kapitala i njihovom pretvaranju u obaveze SAD, koje će na kraju biti veće od vrednosti stoka monetarnog zlata.

9 Bordo, D.M. and N.R. McCauley (2017). Triffin: dilemma or myth?, BIS Working Papers No. 684. Basle: Bank for International Settlements, p. 12.

10 Swoboda, A. (2012). „International monetary reform and global imbalances”, in J-C Koeune and A. Lamfalussy (eds.), In search of a new world monetary order, Proceedings of a conference to celebrate the 100th anniversary of Robert Triffin (1911-1993), no 5 in the Relations financières internationales, Brussels: P.I.E. Peter Lang for the Fondation Internationale Triffin, pp. 201-209.

11 Borio, C. (2016). “On the centrality of the current account in international economics”, Journal of International Money and Finance, Vol. 68, pp. 266-274.

12 Izvoznom ekspanzijom Kina održava visoke stope privrednog rasta, uz porast zaposlenosti. Istim idejama se rukovode

tržišta, može biti jači razlog za deficit njihovog tekućeg računa od međunarodne uloge dolara.¹³

Pošto je u Bretonvudskom sistemu postojalo N-1 deviznih kurseva (sve zemlje su imale valutni paritet prema dolaru), to je značilo da ako ostatak sveta ima suficit tekućeg računa, SAD moraju imati deficit. Ovaj princip je ujedno podrazumevao ograničenje američke monetarne politike, koja nije mogla da se koristi za podršku domaćim ekonomskim ciljevima. Ovo ograničenje je došlo do izražaja krajem 1960-ih godina, kad je dolar isuviše ojačao, a konkurentnost privrede oslabila.

Jedna Trifinova dilema se vezuje za rizik izbijanja deflacije. Naime, on je smatrao da manjak međunarodne likvidnosti, usled nedovoljne emisije dolara, može dovesti do deflacije. Danas ovaj strah nije opravdan jer centralne banke mogu održavati rast novčane mase, čak i ako dolazi do pada deviznih rezervi. Dokaz za to je iskustvo Kine iz 2015-2016. godine, kad je došlo do pada njenih deviznih rezervi sa 4 na 3 biliona dolara, uz istovremeni rast agregata novčane mase M2 i kredita po visokim stopama.¹⁴

Prema originalnoj Trifinovoj dilemi, status dolara kao svetske rezervne valute nametao je obavezu SAD da ostvaruju deficit tekućeg računa. Po analogiji, danas bi se postavilo pitanje, kao kod Bordo i McCauley¹⁵, da li Kina mora da pređe iz suficita u deficite tekućeg računa, da bi to omogućilo da renminbi stekne status rezervne valute?

Bracke et al.¹⁶ su zaključili da je globalni deficit tekućeg računa skoncentrisan na SAD, koje su preko deficita apsorbovale oko 75% svetske neto štednje. Isti autori su utvrdili da je saldo tekućeg računa većine zemalja danas persistentan, sem nekoliko većih zemalja kod kojih se menja predznak ovog salda. Pozicija neto inostrane aktive uglavnom sledi saldo tekućeg računa, uz izuzetak nekih zemalja, zbog efekta evaluacije (SAD, na primer).

Steiner¹⁷ je utvrdio postojanje pozitivne veze između akumuliranja rezervi i američkog deficita posle 1970. Bayoumi et al.¹⁸ su zaključili da se deo američkog deficita tekućeg računa u iznosu od 2,6 procentnih poena BDP-a u 2007. (što je oko jedne trećine ukupnog deficita te godine) duguje akumuliranju rezervi u svetu.

neke zemlje sa tržištem u nastajanju. Gomilanje deviznih rezervi u ovom slučajevima se javlja kao sporedni efekat. Međutim, globalna finansijska kriza iz 2008. je pokazala da su zemlje sa većim deviznim rezervama lakše savladale eksterne udare, pa opreznosti razlozi mogu podstaći dalji rast deviznih rezervi. Oscilacije rasta svetske privrede vrše pritisak na zemlje u razvoju da akumuliraju devizne rezerve, kako bi mogle da upravljaju procikličnim tokovima kapitala. Krizne sekvence su po pravilu praćene porastom udela deviznih rezervi ovih zemalja u njihovom BDP-u.

13 Cooper, R. (2009). "The future of the dollar", Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, 09-21. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics.

14 Bordo, D.M. and N.R. McCauley, op. cit., p. 14.

15 Bordo, D.M. and N.R. McCauley, Ibid.

16 Bracke, T. et al. (2010). "A Framework for Assessing Global Imbalances", *The World Economy*, 33(9), pp. 1140-1174. doi: 10.1111/j.1467-9701.2010.01266.x

17 Steiner, A. (2014). "Current account balance and dollar standard: exploring the linkages", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 41, pp. 65-94;

18 Bayoumi, T. et al. (2015). "Official financial flows, capital mobility, and global imbalances", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 52, pp. 146-174.

Treba istaći da SAD nisu jedina zemlja koja ima visoku spoljnu zaduženost u odnosu na BDP. Bordo i McCauley¹⁹ ističu Australiju kao zemlju sa većim spoljnim dugom prema BDP-u SAD, a da to ne ugrožava njen rejting niti položaj na međunarodnom tržištu kapitala. Isti autori navode da su Bertaut et al.²⁰ identifikovali pet industrijskih zemalja koje su imale negativnu neto međunarodnu investicionu poziciju preko 60% BDP-a: Australija, Novi Zeland, Grčka, Portugalija i Španija. Spomenuti udeli navode na zaključak da američki deficit tekućeg računa nije neodrživ, kao i da eventualna kriza nije na vidiku.

Brojni istraživači smatraju da se savremeni svet suočava sa Trifinovom dilemom na fiskalnom području. Dilema se, zapravo javlja između zadovoljenja svetske tražnje za pouzdanim valutama i održavanja solventnosti emitenta pouzdane valute (Bordo and McCauley).²¹ Na jednoj strani Trifinove dileme, smatraju brojni autori, nalazi se rizik globalne deflacije ako visoko likvidne i pouzdane državne HoV ne zadovolje tražnju zemalja sa tržištem u nastajanju. Na drugoj strani, prema rasprostranjenim mišljenjima, postoji rizik gubitka kredibiliteta emitenta ovih hartija, zbog porasta državnog duga u odnosu na BDP, usled zadovoljavanja rastuće globalne tražnje za ovim HoV. Bordo and McCauley²² smatraju da ne postoji čvrsta veza sa originalnom Trifinov-om dilemom. Ovi autori naglašavaju da centralne banke zemalja sa tržištem u nastajanju prodaju pouzdanu aktivu u poslednjih nekoliko godina, nasuprot predviđanjima da će rasti opreznosne rezerve. Isti autori skreću pažnju na to da su prinosi na američke državne HoV porasli više od prinosa privatnih instrumenata, što je u suprotnosti sa predviđenim širenjem spreda prinosa rizičnih i pouzdanih aktiva. Spomenuti autori posebno ukazuju na promene na strani tražnje pouzdanih aktiva, jer znatan deo dolarskih aktiva čine druge HoV, sem američkih. Prema njihovim nalazima, traže se HoV čiji su emitenti državne agencije ili velike banke koje imaju određenu državnu podršku. Iz toga je proistekao zaključak da ponuda dolarskih aktiva ne zavisi samo od američkog fiskalnog deficita.

U literaturi ne manjkaju radovi u kojima se analiziraju posledice zapadanja deficita tekućeg računa SAD u stanje neodrživosti. U tom slučaju, uglavnom se očekuje izbijanje krize dolara. U nekim radovima (Obstfeld i Rogoff; Krugman)²³ se, uz moguću depresijaciju dolara, očekuju više stope prinosa na obveznice i porast nezaposlenosti u SAD. Neki autori ukazuju na posledice depresijacije dolara na blagostanje ostatka sveta. Ovo takođe može da pojača nestabilnost MMS-a. Međutim, to još uvek ne govori da bi se uskoro mogao očekivati zastoj u otplati američkog duga prema ostatku sveta. Sem toga, veliki priliv kapitala u SAD sprečava osetniju depresijaciju dolara. To zapravo znači da ne bi trebalo očekivati nestabilnost sistema onako kako je to Trifin predviđao za Bretonvudski sistem.

U nastojanju da se danas proverí validnost hipoteze o vezi između deficita tekućeg računa SAD i statusa dolara kao rezervne valute, u literaturi su urađene brojne analize (Fratianni;

19 Bordo, D.M. and N.R. McCauley, op. cit., p. 19.

20 Bertaut, C. et al. (2008). "How long can the unsustainable U.S. current account deficit be sustained?" Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No. 935.

21 Bordo, M. and R.N. McCauley (2017a). „A Global Shortage of Safe Assets: A New Triffin Dilemma?", *Atlantic Economic Journal*, 45(4), pp. 443-451.

22 Bordo, M. and R.N. McCauley (2017a), *Ibid*.

23 Obstfeld, M. and K. Rogoff (2005). "Global current account imbalances and exchange rate adjustments", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 67-123; Krugman, P. (2007). "Will there be a dollar crisis? *Economic Policy*, 22(51), pp. 435-467.

Steiner; Chin et al.).²⁴ Fratianni²⁵ ističe da je deficit tekućeg računa SAD povećao obaveze prema stranim poveriocima. Mada tvrdi da ponuda rezervne valute ne mora nužno dovesti do deficita tekućeg računa, ovaj autor konstatuje da se to ipak desilo u SAD tokom 1980-ih godina.

3. HIPOTEZE, KORIŠĆENI PODACI I METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA

Osnovna hipoteza u radu (H1) je: *da Trifinova dilema danas još uvek ima određena uporišta, mada se današnji MMS znatno razlikuje od vremena kad je formulisana originalna Trifinova hipoteza. Sa ovom je povezana druga hipoteza (H2), po kojoj: američki dolar i dalje predstavlja dominantnu rezervnu valutu u svetu.*

U našem istraživanju se koriste primarni izvori podataka (podaci Zavoda za ekonomske analize SAD – Bureau of Economic Analysis (BEA), U.S. Department of Commerce, za platni bilans i zaduženost SAD, kao i za njihovu međunarodnu investicionu poziciju). U radu su takođe zastupljeni sekundarni izvori podataka, preuzeti iz raspoložive literature. U istraživanju su primenjene odgovarajuće statističke metode, uz prateće grafičke prezentacije. U nekim delovima rada zastupljena je komparativna analiza empirijskih istraživanja drugih autora, koja su saopštena u literaturi.

4. EMPIRIJSKI NALAZI I DISKUSIJA

U empirijskim istraživanjima u ovom radu analizirana je povezanost Trifinove dileme sa saldonom tekućeg računa i fiskalnim bilansom SAD. Prvo se izlažu nalazi koji se odnose na tekući račun, a zatim se prezentuju rezultati istraživanja o Trifinovoj dilemi iz ugla fiskalnog bilansa. Na kraju se daje osvrt na ponudu sigurne (pouzdanе) aktive danas.

4.1. Trifinova dilema i tekući račun

U nameri da se proveri povezanost Trifinove dileme sa stanjem u tekućem računu SAD, korisno će poslužiti podaci u tabeli 1. Na osnovu ovih podataka uočava se da je ostvaren suficit tekućeg računa SAD u periodu 1973-1980. koincidirao sa znatnim porastom njihovih zvaničnih spoljnih dugovanja (kreiranje rezervne aktive). U ostalim potperiodima je postojala pozitivna veza između ove dve pojave. Dakle, saldo tekućeg računa u prvom potperiodu nije bio u deficitu, iako bi se to trebalo očekivati prema Trifinovoj dilemi.

24 Fratianni, M. (2012). "The future international monetary system: dominant currencies or supranational money? an introduction", *Open Economy Review*, Vol. 23, pp. 1-12; Steiner, A. (2014). "Current account balance and dollar standard: exploring the linkages", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 41, pp. 65-94; Chinn, M., B. Eichengreen and H. Ito (2014). "A forensic analysis of global imbalances", *Oxford Economic Papers*, 66(2), pp. 465-490.

25 Fratianni, M., op. cit.

Od 1973. do 2016. godine, SAD su akumulirale deficit tekućeg računa u iznosu od 10,8 biliona dolara, što predstavlja prosečan godišnji udeo u BDP od 2,2%. Deficit se kontinuirano uvećavao do 2006. (u periodu 2001-2006. je dostigao skoro 5% BDP-a). Do pada deficita je došlo posle 2006. godine.

U razdoblju od 1973. do 2016. ostvaren deficit tekućeg računa SAD finansiran je kratkoročnim zaduživanjem (kreiranje državnih HoV u dolarima - trezorski zapisi (Treasury bills)) u proseku godišnje sa 47%²⁶. Ovaj koeficijent finansiranja kretao se u rasponu od najmanje 7% iz razdoblja 1981-1985. do najviše 94% u periodu 2008-2010. godine (Tabela 1, poslednja kolona). Nesumnjivo je rastuća proporcija deficita tekućeg računa finansirana kreiranjem dolarske likvidnosti, čime je uspostavljena empirijska veza između „... prevelike potrošnje u SAD i svetske likvidnosti“.²⁷ U razdoblju od kraha Bretonvudskog sistema do 2016. godine SAD su kreirale 5,1 bilion dolara rezervne aktive za ostatak sveta. Karakteristično je da je u potperiodu 2015-2016. godine nastupilo smanjivanje rezervne aktive za 248 milijardi dolara. Potrebno je takođe imati u vidu da kreiranje dolarskih rezervi nije isključiva privilegija SAD. Naime, rezidenti drugih zemalja takođe emituju obveznice koje glase na dolar.

► TABELA 1. TEKUĆI RAČUN I RACIO FINANSIRANJA DEFICITA

U milijardama SAD dolara, kumulirano tokom perioda

PERIOD	KUMULATIVNI TEKUĆI RAČUN	KAO % BDP-A	BEA ZVANIČNA DUGOVANJA SAD**	COFER PROMENE REZERVU U AMERIČKIM DOLARIMA	RACIO FINANSIRANJA DEFICITA TEKUĆEG RAČUNA U % = (2)/(-1)*100
1973-1980	4	0,1	116	148	
1981-1985	-252	-1,3	17	11	7
1986-1990	-607	-2,4	163	230	27
1991-1995	-367	-1,1	279	364	76
1996-2000	-1.200	-2,7	212	558	18
2001-2007	-4.279	-4,9	2.048	2.905	48
2008-2010	-1.517	-3,4	1.432	1.475	94
2011-2014	-1.676	-2,6	1.050	1.582	63
2015-2016*	-887	-2,4	-248	1.071	-28
Ukupno: 1973-2014	-9.894	-2,1	5.317	7.274	54
Ukupno: 1973-2016*	-10.781	-2,2	5.069	8.345	47

Izvor: Bordo and McCauley (2017, tabela 1, str. 15), op. cit., su prilagodili i proširili analizu koju je uradio Fratiani (2012), op. cit. Za period pod *proširili smo analizu na 2015. i 2016. godinu; Izvor za ovo proširenje: <https://www.bea.gov/iTable/> **Strana zvanična aktiva, odnosno američka dugovanja prema stranim zvaničnim agencijama, ili kumulativne promene dolarskih deviznih rezervi u svetu (Izvor: [https://www.bea.gov/iTable/U.S. International Investment Position for Liabilities to Foreign Official Agencies at the End of the Period \(part of table 1.1, line 12\).](https://www.bea.gov/iTable/U.S. International Investment Position for Liabilities to Foreign Official Agencies at the End of the Period (part of table 1.1, line 12).)

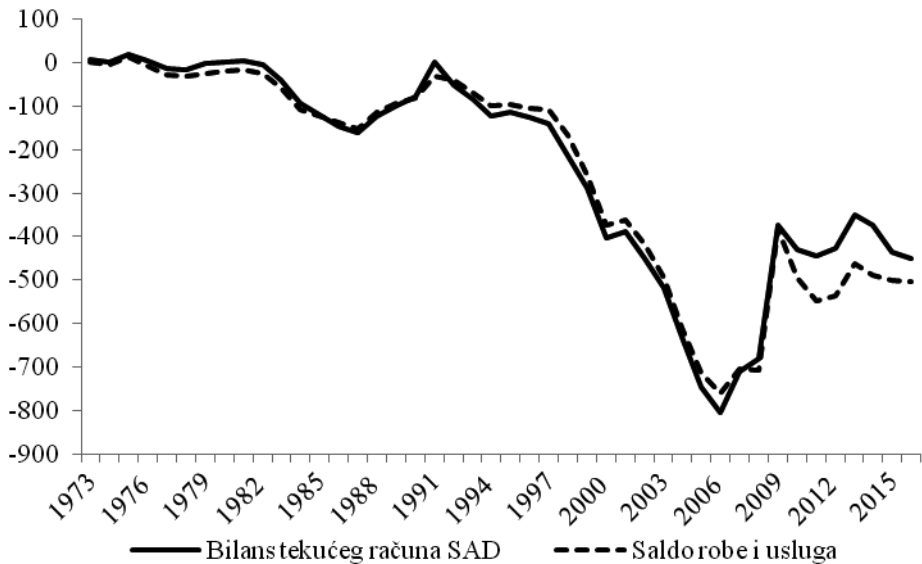
- 26 Trezorski zapisi imaju dospeće od 1, 3 i 6 meseci. Sem kratkoročnih instrumenata, Trezor uzima u zajam sredstva emitujući srednjoročne državne obveznice (Trezorske note - Treasury notes, čije je dospeće do 10 godina) i dugoročne državne obveznice (trezorske obveznice – Treasury bonds, sa rokom dospeća od 10 do 30 godina).
- 27 Fratiani, op. cit., p. 7. Originalna Trifinova ideja je da je tražnja za dolarskim rezervama uslovlila formiranje deficita tekućeg računa SAD, dok Fratiani smatra da je to zasluga labave politike SAD, koja je ostatku sveta nametnula dolarske rezerve. Za ofšoring dolarske rezerve konsultovati McCauley and J-F Rigaudy (2011). “Managing foreign exchange reserves in the crisis and after”, in Portfolio and risk management for central banks and sovereign wealth funds, BIS Papers No 58, pp. 19-47.

Kolona u tabeli 1. označena kao „COFER promene rezervi u američkim dolarima“ saopštava ove promene prema bazi COFER u Međunarodnom monetarnom fondu (MMF-u). Podaci sugerišu da su dolarske rezerve u periodu 1973-2014. bile znatno veće od porasta zvaničnog dugovanja SAD (za oko dva biliona dolara). Ovaj nesklad je nastao zato što se deo ovih rezervi odnosi na potraživanja od neameričkih rezidenata. Debalans je još veći ako se posmatra i potperiod 2015-2016. u kome je došlo da pada američkih dugovanja prema stranim zvaničnim institucijama za 248 milijardi dolara, a istovremeno je porastao iznos rezervi u američkim dolarima za 1.071 milijardi dolara. Dakle, nisu SAD jedina zemlja koja povlači dolarsku akumulaciju emitujući obveznice, već je značajan deo dolarskih rezervi investiran u kupovinu obveznica neameričkih rezidenata koje glase na dolar.

Deficit trgovinskog bilansa SAD (saldo robe i usluga) u periodu 1973-2016. godine u iznosu od 11.046 milijardi dolara bio je glavni generator deficita tekućeg računa, koji je dostigao 10.614 milijardi dolara, što je dovelo do značajnog pogoršanja eksterne pozicije SAD. Usporedni pregled salda robe i usluga i bilansa tekućeg računa SAD daje se na grafikonu 1.

► GRAFIKON 1. BILANS TEKUĆEG RAČUNA I SALDO ROBE I USLUGA SAD, 1973-2016. GODINE

U milijardama dolara



Izvor: BEA, <https://www.bea.gov/iTable/> Pristupljeno 24.01.2018. godine.

Posmatrano razdoblje možemo podeliti u nekoliko sekvenci, prema kojima ćemo analizirati dinamiku salda tekućeg računa. Prvi potperiod od 1973. do 1978. godine, ujedno početna faza fluktuiranja devznog kursa dolara, karakterističan je po realnoj depresijaciji dolara. U prve četiri godine ovog potperioda (1973-1976), tekući račun je bio u suficitu, da bi u 1978-1979. prešao u mali deficit. Zatim je u potperiodu 1979-1985. godine

ostvarena realna apresijacija dolara oko 50%. Krajem ovog razdoblja tekući račun SAD je prešao u deficit, koji je 1984. godine dostigao skoro 3% BDP-a. Oscilacije deviznog kursa, merene standardnom devijacijom, bile su nešto veće nego u prvom potperiodu. Jačanje dolara je dalo vidan doprinos porastu deficita tekućeg računa.

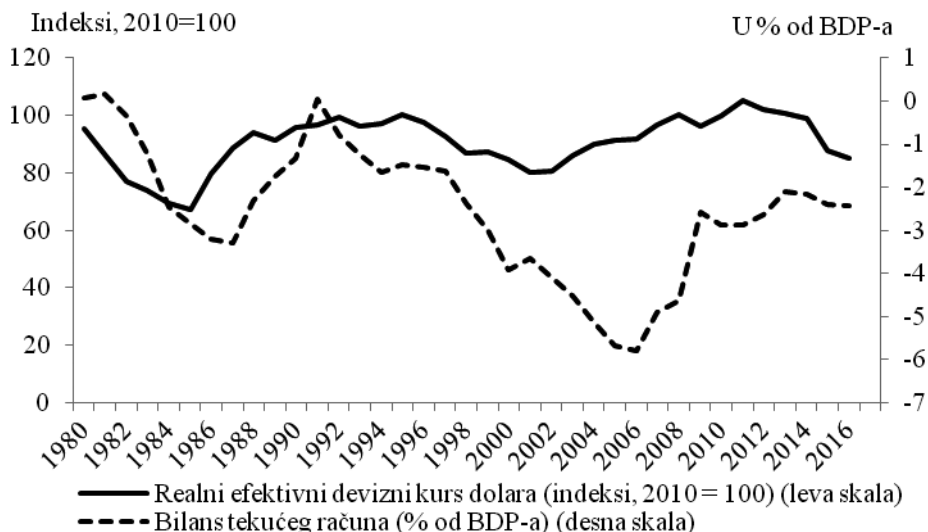
U septembru 1985. članice G-5 (SAD, Japan, Velika Britanija, Francuska i Nemačka) su postigle dogovor o koordiniranim intervencijama na deviznom tržištu (Plaza Agreement). Za vreme treće faze (1985-1988) usledio je trend depresijacije dolara, uz povećanu volatilitnost deviznog kursa. Deficit tekućeg računa je nastavio da se uvećava, da bi se sredinom 1987. stabilizovao. U četvrtoj fazi (1989-1995) nastavljena je tendencija realne depresijacije dolara po nižim stopama nego u prethodnoj fazi. Takođe je registrovano popravljjanje tekućeg računa. U petoj fazi (1995-2002) oscilacije kursa su opale, a dolar je ušao u zonu apresijacije. U periodu od 2002. do 2006. deficit tekućeg računa naglo se uvećavao, dostižući maksimum u 2006. godini (806 milijardi dolara; nešto preko 6% BDP-a). Istovremeno sa dinamičnim rastom deficita tekućeg računa, rasle su i cene aktiva u SAD, poput cena nekretnina i akcija. Rast cena aktiva je podsticao rast potrošnje, koja se jednim delom zadovoljavala iz uvoza. Deo porasta deficita tekućeg računa se duguje rastu ovih cena.

U razdoblju 2007-2009. godine došlo je do značajnog smanjivanja deficita, a zatim je od 2009. do 2016. godine stabilizovana njegova vrednost, uz manje oscilacije. Nagli pad cena aktiva, koji je registrovan u vreme krize 2007-2009. godine, doprineo je svodenju deficita tekućeg računa na održiv nivo. Ispoljena dinamika nastanka deficita tekućeg računa daje elemente za zaključak da je reč o dugoročnom trendu unutar platnog bilansa SAD. Sem navedenog zapažanja, u grafikonu 1. se uočava oštra tendencija produbljiivanja ovog deficita krajem 1990-ih i početkom 2000-ih, sve do 2006. godine kad je zabeležen njegov najveći iznos. Priliv portfolio investicija u američke obveznice pokriva veći deo deficita tekućeg računa. Preovlađujuća proporcija ovog priliva dolazi od stranih vlada ili centralnih banaka.²⁸ Naravno, treba imati u vidu da strani portfolio investitori kupuju američke obveznice ne da bi finansirali američke deficite, već zbog diverzifikacije svog portfelja.

Sem uvećanja deficita, makroekonomska slika SAD obeležena je i jakim fluktuacijama deviznog kursa dolara prema drugim valutama. Trendovi obe pojave su zajedno prikazani u grafikonu 2. Formiranje deficita tekućeg računa povezano je sa ekspanzijom svetske privrede, dok je smanjivanje ovog deficita skoro uvek bilo u vezi sa redukcijom stope rasta svetske privrede ili recesijom (1980-1982, 1990-1991, 2008-09, 2010-2012).

28 Feldstein, M. (2008). „Resolving the Global Imbalances: The Dollar and the U.S. Saving Rates”, *Journal of Economic Perspectives*, 22(3), pp. 113-125.

GRAFIKON 2. BILANS TEKUĆEG RAČUNA SAD I REALNI EFEKTIVNI DEVIZNI KURS DOLARA



Izvor: The World Bank, Data Bank. <https://data.worldbank.org/country/united-states?view=chart> Pristupljeno 18.01.2018. Realni efektivni devizni kurs na ovom grafikonu je prikazan tako što porast indeksa znači realnu depresijaciju dolara i obrnuto (ovaj prikaz je suprotan konvenciji koju koristi MMF, a koju je preuzela Svetska banka, jer za devizni kurs preuzima podatke MMF-a (International Financial Statistics). Indeksi su ovde izračunati kao inverzne vrednosti indeksa realnog efektivnog kursa ocenjene u MMF-u.

Nestabilnost deviznog kursa dolara može se iskazati Trifinovim pojmovima kao „... ciklus poverenja u dolar kao rezervnu valutu”.²⁹ Status dolara kao centralne valute MMS-a, sem prednosti za SAD (senjoraž, pozajmice novca po niskim kamatnim stopama), ima i određene troškove. Pre svega, ako zemlja ima deficit tekućeg računa, a Ocampo³⁰ ističe da SAD imaju deficit već nekoliko decenija unazad, onda to, po njegovim rečima, predstavlja „...prelivanje agregatne tražnje u inostranstvo”. To praktično znači, zaključuje Ocampo, da se efikasnost ekspanzivne politike SAD u fazi apresijacije dolara smanjuje zbog efekta preliivanja na ostatak sveta. Realna apresijacija dolara od 2011. godine podstakla je širenje deficita tekućeg računa SAD³¹. Ocampo podseća da se upravo ovakav scenario dogodio pri kolapsu Lehman Brothers septembra 2008. godine.³²

29 Ocampo, J.A. (2011). Reforming the International Monetary System, WIDER Annual Lecture 14. Helsinki: UNU World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER), p. 5.

30 Ocampo, J.A., Ibid., p. 6.

31 Mada u literaturi još uvek postoje kontroverze oko pitanja da li devizni kurs ima moć da otkloni neravnoteže tekućeg računa, Obstfeld and Rogof (1996). Foundations of International Macroeconomics. Cambridge, MA: MIT Press, sugerišu da poboljšanje salda tekućeg računa SAD treba povezati sa depresijacijom realnog deviznog kursa dolara. Međutim, Fratzscher et al. (2010). “Asset Prices, Exchange Rates and the Current Account,” European Economic Review, 54(5), pp. 643–658. iznose sumnju u pogledu mogućnosti deviznog kursa da dovede do prilagođavanja tekućeg računa, jer smatraju da će do prilagođavanja pre dovesti relativne cene globalnih aktiva nego promene deviznog kursa.

32 Na ovaj problem su ukazali Greenwald, B. and J.E.Stiglitz (2010). „A Modest Proposal for International Financial Reform”. In S. Griffith-Jones, J.A. Ocampo and J. Stiglitz (eds), Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis. New York: Oxford University Press.

Atraktivnost američke privrede kao investicione destinacije privlači više kapitala u zemlju nego što je njen izvoz. To svakako doprinosi formiranju deficita tekućeg računa. U literaturi se neravnoteža između štednje i investicija često navodi kao uzrok ovog deficita. Polazeći od ovog pristupa, ukazaćemo na kretanje ova dva makroekonomska agregata u SAD i uporediti ih sa kretanjem salda tekućeg računa (grafikon 3).

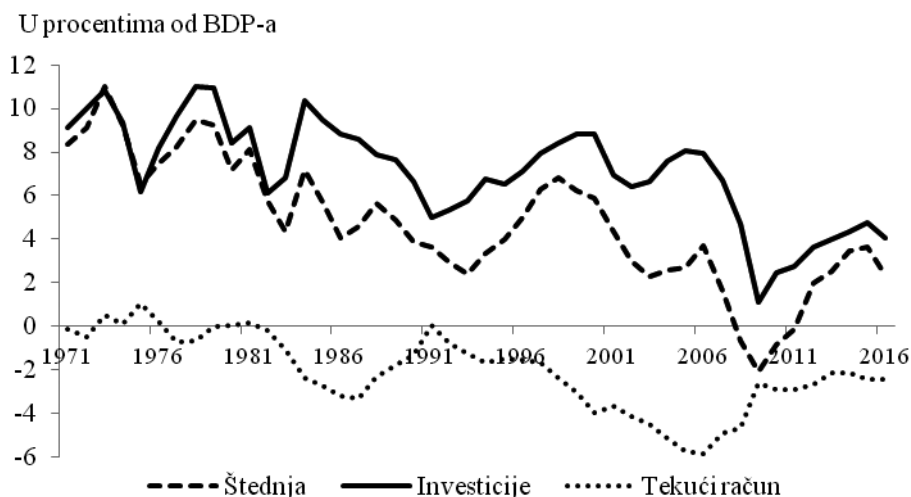
Raskorak između većih investicija i manje domaće štednje u SAD registruje se od sredine 1970-ih. Najčešće se događalo da američka domaćinstva povećavaju potrošnju smanjujući štednju, a u tome im se često pridruživala federalna vlada kreirajući velike budžetske deficite. Svodni rezultat bi se mogao opisati kao stanje u kome je nizak nivo domaće štednje dozvolio SAD da troše više nego što stvaraju. Neravnoteža između domaće štednje i investicija finansira se pomoću deficita tekućeg računa. Putem ovog deficita SAD su generisale ogromnu tražnju, pružajući drugim zemljama šansu da povećaju svoj izvoz. Od početka 1990-ih strani investitori su finansirali rastući raskorak između manje štednje i većih investicija u SAD. Zahvaljujući američkom finansijskom tržištu, manjak domaće štednje je pretvoren u veliki priliv kapitala. Izvanredne performanse privrednog rasta bile su praćene pogoršanjem eksterne pozicije zemlje. Snažan rast priliva kapitala sredinom 2000-ih poklapao se sa porastom međunarodne prodaje američkih dužničkih HoV, uključujući državne i privatne HoV.³³

Nešto drugačiji ugao gledanja na odnos između štednje i investicija kao uzrok deficita tekućeg računa SAD, ponudio je Bernanke.³⁴ Njegova je teza da je višak štednje u svetu u odnosu na željeno investiranje, posebno u Kini i ostalim azijskim zemljama sa tržištem u nastajanju, kao i kod proizvođača nafte kao što je Saudijska Arabija, doveo do velikog investiranja u američku privredu. To je uticalo na porast cena aktiva i podstaklo apresijaciju dolara, što je omogućilo da SAD formira deficit tekućeg računa, smatra Bernanke. Po njegovom mišljenju, spomenuti raskorak je doveo da pada globalnih kamatnih stopa. Dugoročne kamate stope sredinom 2000-ih su opadale, dok je Fed povećavao kratkoročne kamatne stope, formirajući tržišno neuobičajenu situaciju. Uprkos niskim kamatnim stopama, investiranje u američke papire je bilo atraktivno zbog profila rizik/prinos, zaključuje Bernanke. Status dolara kao rezervne valute je garantovao sigurnost i likvidnost plasmana, tako da je usledio veliki priliv kapitala u dolarske aktive. Veza između štednje i investicija je ojačana kroz integrisanje svetskih finansijskih tržišta. Veći prinosi koje ostvaruju SAD na stranim tržištima nego što su prinosi na američkom tržištu HoV pokazuju da su SAD pronašle način da troše više nego što stvaraju, i to relativno jeftino.

33 Treba imati u vidu da međunarodni tokovi kapitala nisu pasivna reakcija na ono šta se događa u tekućem računu. Međunarodni investitori kupuju državne instrumente ne da bi finansirali deficit tekućeg računa SAD, već zbog toga što smatraju da američki državni papiri predstavljaju poželjnu kombinaciju sigurnosti i prinosa. Drugi vidovi stranih investicija, kao što je kupovina korporativnih akcija i obveznica, poslovno investiranje, i dr. nemaju nikakve veze sa zaduživanjem u uobičajenom značenju. Tokovi kapitala su podložni brzim i masivnim promenama. Investitori na globalizovanom tržištu kapitala pokušavaju da diverzifikuju rizike i postignu veće prinose. S obzirom na dominaciju finansijskih u odnosu na realne tokove, pre bi se moglo reći da tokovi kapitala stvaraju osnovu za nastanak deficita tekućeg računa, a ne da finansiraju deficit tekućeg računa. Veliki priliv kapitala u SAD jača dolar, što deluje podsticajno na uvoz i destimulativno na izvoz, potpomažući formiranje trgovinskog deficita i deficita tekućeg računa. Finansijsko tržište SAD je veoma razvijeno, duboko i transparentno. Stoga su dolarski instrumenti atraktivni za strane investitore. Pouzdanost i likvidnost američkih državnih HoV su bez premca na međunarodnom tržištu kapitala (važan činilac atraktivnosti Treasury bonds, Treasury notes and Treasury bills je okolnost što ih garantuje Federalna vlada SAD). Investitori iz različitih delova sveta imaju različite preference za aktive u američkom spektru HoV. Prilikom ocenjivanja koliko je rizičan američki deficit tekućeg računa, treba imati u vidu i ove motive investiranja u njihove HoV.

34 Bernanke, B. (2005). „The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”. The Federal Reserve Board, Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/> Pristupljeno 31.01.2018. godine.

▶ GRAFIKON 3. NETO NACIONALNA ŠTEDNJA, NETO DOMAĆE INVESTICIJE I SALDO TEKUĆEG RAČUNA SAD

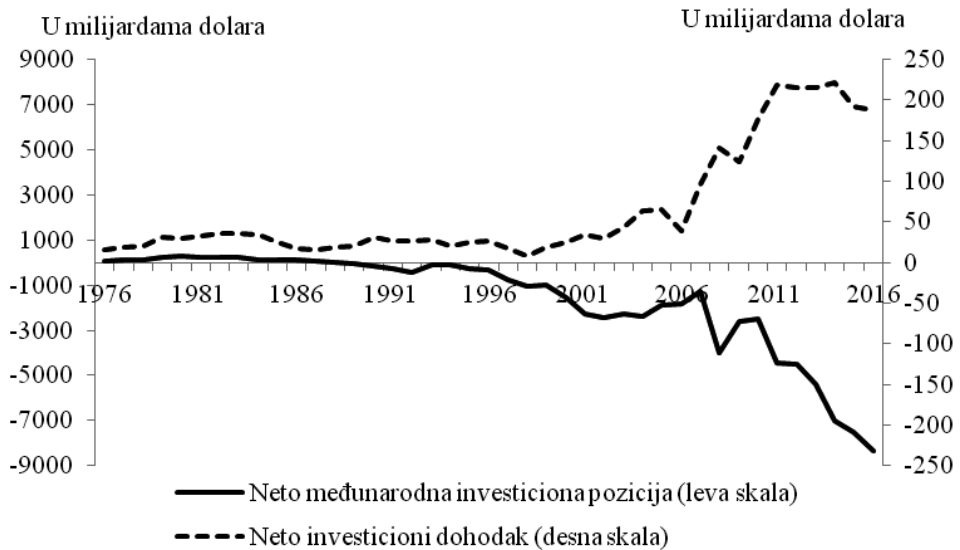


Izvor: BEA, National Income and Product Account, Table 5.1. <https://www.bea.gov/iTable/> Pristupljeno 1.02.2018.

Za neke transakcije, američko finansijsko tržište služi kao svetski finansijski posrednik. U ovom procesu, pojedinci, kompanije i vlade uvećavaju dolarski denominovane aktive, koje mogu odigrati posredničku ulogu u olakšavanju trgovinskih i drugih transakcija, a mogu da budu sigurna luka za čuvanje vrednosti.

Kao zemlja emitent rezervne valute, SAD imaju jedinstvenu spoljnu poziciju. Najveći su dužnik na svetu, sa neto spoljnim dugom u iznosu od 8.318 milijardi dolara (44,7% BDP) krajem 2016. godine (grafikon 4). Nije lako proceniti koliko dugo se može održati ovo stanje u platnom bilansu SAD. Takođe nedostaje odgovor na pitanje da li se ova neravnoteža može postepeno ublažiti ili do toga može doći naglo, pod uticajem moguće makroekonomske i finansijske nestabilnosti. Kako god da bude, nesporno je da se porast eksterne zaduženosti SAD odvija po niskim kamatnim stopama. Jeftino finansiranje spoljnog duga pomoću inostrane akumulacije daje mogućnost da se unutrašnje kamatne stope u SAD zadrže na niskom nivou. Time se omogućava američkim domaćinstvima da žive preko svojih mogućnosti. Jeftinim finansiranjem SAD, stranci pribavljaju dolare koji su im potrebni ne samo kao vid deviznih rezervi, već i kao sredstvo neophodno da se realizuje povećan obim međunarodnih transakcija.

► GRAFIKON 4. NETO MEĐUNARODNA INVESTICIONA POZICIJA I NETO MEĐUNARODNI INVESTICIONI DOHODAK SAD, 1976-2016. GODINE



Izvor: BEA, <https://www.bea.gov/iTable/> Pristupljeno 24.01.2018. godine.

Tokom 2008. godine, kad se razvila najjača finansijska kriza u poslednjih 80 godina, federalna vlada SAD je bila u mogućnosti da sa međunarodnog tržišta povlači velike sume novca po niskim kamatnim stopama, jer su stranci smatrali da je dolar najpouzdanija valuta u vreme velikih previranja. Isti scenario je viđen u proleće 2010. godine, kad je volatilitet finansijskog tržišta bila na vrhuncu, i kad su investitori bežali u američke državne obveznice, što je smanjivalo troškove zaduživanja SAD.³⁵ To je, očigledno, bila „neodmerena privilegija“ SAD, na koju je ukazao De Gol još početkom 1960-ih godina.

SAD su jedina zemlja na svetu, koja uprkos rastućoj negativnoj međunarodnoj investicionoj poziciji, još uvek registruju uvećanje pozitivnog salda neto investicionog dohotka (grafikon 4). Ovaj rezultat predstavlja iznenađenje, jer bi se moglo očekivati pogoršanje ovog salda zbog rasta neto dužničke pozicije SAD. Navešćemo neke od razloga, onako kako su oni prepoznati u literaturi, zbog kojih SAD u računu neto investicionog dohotka beleže rastuće suficite.

Gourinchas et al.³⁶ su analizirali eksternu poziciju SAD i njene prinose za period 1952-2009. godine. Njihova analiza pokazuje da SAD stižu značajne ekstra prinose od 2,7% godišnje na celokupnu spoljnu aktivnu u odnosu na prinose koje plaćaju na spoljna dugovanja. Spomenuta razlika je povećana u odnosu na Bretonvudski period (1952-1972),

35 Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. New York: Oxford University Press, p. 5.

36 Gourinchas, P.-O. et al. (2010). „Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty”, p. 6. <http://econ.sciences-po.fr/sites/default/files/duty-1.pdf> Pristupljeno 28.01.2018.

kada je, po nalazima istih autora, iznosila 1,3% godišnje, da bi u periodu 1973-2009. dostigla 3,47%. Reč je o premiji koja, po oceni autora, pre nastaje zbog različitih prinosa unutar pojedinih kategorija aktive nego zbog različite strukture portfolija aktive u odnosu na pasivu. Razlike u prinosima na pojedine kategorije aktive se kreću od 3% do 4%. Ekstra prinosi su bili naročito veliki kod vlasničkih aktiva i direktnih investicija. Ekstra premija pokazuje da su SAD bile u mogućnosti da uzimaju zajmove na svetskom tržištu po niskim kamatnim stopama, i da prikupljen novac investiraju u inostranstvu po višim stopama. Ta razlika je u navedenom istraživanju označena kao „neodmerena privilegija“. U osnovi bi se moglo reći da je dolar oslonac američke ekonomske hegemonije u svetu.

Autori spomenute analize smatraju da se povećanje ekstra prinosa duguje porastu volatilnosti američkog portfolija u razdoblju fluktuirajućeg deviznog kursa, dok je volatilitnost eksternih obaveza bila skoro nepromenjena tokom celog posmatranog perioda. Nalaze ovih autora je potvrdio Habib³⁷, koji je analizirao panel od 49 zemalja u periodu od 1973. do 1979. godine. On je izračunao da su SAD ostvarile premiju od 3%, i da su ujedno bile jedina zemlja koja je ovu premiju ostvarivala u kontinuitetu. Na osnovu ovih proračuna i tekuće dužničke pozicije SAD, Chahrouh and Valchev³⁸ su ocenili da bi trgovinski deficit SAD od 2,5% BDP-a mogao da bude održiv na neodređeno vreme u budućnosti. Sem toga, spomenuta analiza upućuje na zaključak da što je veća pozicija onih komponenti američke aktive koje donose diferencijalne prinose (premiju), utoliko je veća i suma ekstra dohotka koji generišu ove aktive. Sa porastom finansijske globalizacije, koristi koje stiče američka privreda mogu biti čak i veće, zaključili su Chahrouh and Valchev.

Prema procenama BEA, pozitivan neto investicioni dohodak SAD u 2016. je iznosio 187 milijardi dolara. Na osnovu ovog iznosa može se zaključiti da je američka privreda zaradila neto 1% BDP-a na osnovu negativne međunarodne investicione pozicije od 45% BDP-a. Mada saldo neto investicionog dohotka deluje iznenađujuće ako se ima u vidu negativna međunarodna investiciona pozicija, može se zaključiti da dužnička pozicija SAD nije zabrinjavajuća, i da u bliskoj budućnosti ne bi trebalo očekivati nestabilnost³⁹. Ni deficit tekućeg računa SAD ne izgleda da je neodrživ na dug rok, ako se imaju u vidu gore opisana kretanja. Niski prinosi stranih direktnih investicija u privredi SAD odlažu potencijalnu nestabilnost usled akumulirane neto dužničke pozicije prema inostranstvu. Očigledno je da trgovinski deficit, ma koliko izgledao zabrinjavajuće, još uvek nije dosego iznos pri kome bi servisiranje spoljnog duga predstavljalo dodatak na postojeći dug.

Za razliku od pozitivnog salda u računu primarnog dohotka, u računu sekundarnog dohotka SAD godinama imaju negativan saldo (ovaj račun obuhvata privatne i javne transfere, kao što su državna pomoć, penzije, kazne i penali i dr). Negativan bilans ovog računa u 2016. godini je iznosio 120 milijardi dolara. U razdoblju od 2000. do 2016. godine kumulativni negativni saldo računa sekundarnog dohotka u SAD je dostigao iznos od 1.478 milijardi dolara. S obzirom da ovaj negativni saldo pokazuje tendenciju rasta od 2006. godine, nesumnjivo je da stanje na ovom računu umanjuje efekte pozitivnog salda

37 Habib, M.M. (2010). Excess returns on net foreign assets: the exorbitant privilege from a global perspective, ECB Working Paper Series No 1158. Frankfurt: European Central Bank.

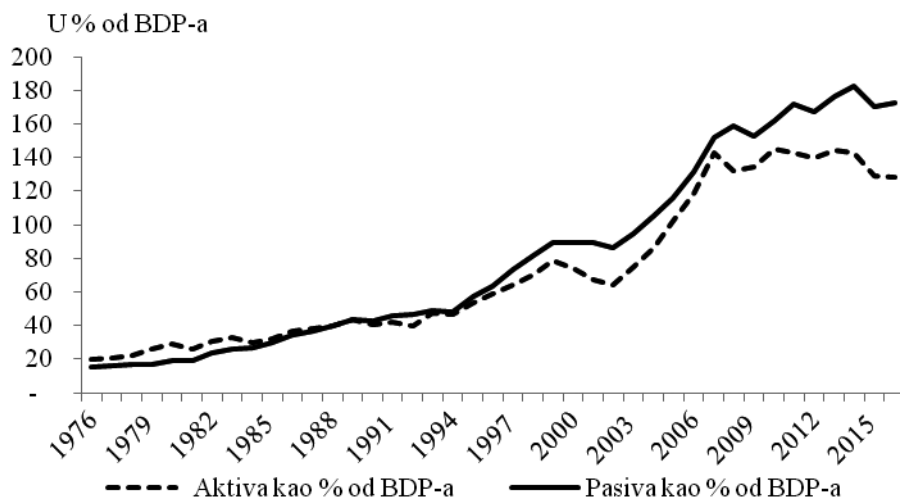
38 Chahrouh, R. and R. Valchev (2017). International Medium of Exchange: Privilege and Duty, p. 7. <https://www.bc.edu/content/dam/bc1/schools/mcas/economics/pdf/working-papers/wp934.pdf> Pristupljeno 29.01.2018.

39 Jedno od objašnjenja ovog paradoksa je da američki investitori kupuju riskantnije strane HoV, koje donose veće prinose, kao što su međunarodne akcije, a da istovremeno strancima prodaju manje rizične HoV, koje donose manju stopu prinosa.

na investicionom računu (investicioni račun je dominantna komponenta računa primarnog dohotka). Trend salda u računu sekundarnog dohotka skreće pažnju na činjenicu da jednostrani javni transferi sve više opterećuju saldo tekućeg računa SAD. Kretanje bruto inostrane aktive i pasive SAD prikazano je u grafikonu 5.

Aktiva i pasiva, prikazane u grafikonu 5, uključuju sledeće funkcionalne kategorije: direktne investicije po tržišnoj vrednosti, portfolio investicije, finansijske derivate i ostale investicije, a na strani aktive i rezervne aktive. Na osnovu količnika između aktive i pasive i BDP-a SAD, u grafikonu 5. se zapaža rastući raskorak između aktive i pasive posle 2007. godine, pri čemu pasiva nadilazi vrednost aktive. Pojačano zaduživanje SAD koincidira sa pojavom globalne ekonomske i finansijske krize, koja je izbila upravo u SAD. Snažnije povlačenje strane akumulacije u cilju saniranja finansijskih gepova u zemlji dovelo je do porasta spoljne zaduženosti. Ekspanzivna monetarna politika, osmišljena pod sloganom kvantitativnih olakšica, takođe je doprinela privlačenju strane akumulacije.

► GRAFIKON 5. AKTIVA I PASIVA SAD PREMA MEĐUNARODNOJ INVESTICIONOJ POZICIJI, 1976-2016. GODINE



Izvor: BEA, <https://www.bea.gov/iTable/> Pristupljeno 24.01.2018. godine.

Značajan iznos na pasivnoj strani odnosi se na portfolio investicije stranaca u SAD. U njihovom posedu se krajem juna 2016. godine nalazilo 17.139 milijardi dolara američkih HoV (od ovog iznosa, 6.268 milijardi dolara su bile dužničke HoV američkog trezora, pri čemu su holdinzi u vrednosti od 4.034 milijarde dolara bili u posedu stranih zvaničnih institucija, najčešće centralnih banaka)). Najveći holder američkih državnih HoV je bila Kina sa 1.240 milijardi dolara, što je bilo nešto manje nego u junu 2015., a zatim sledi Japan sa iznosom od 1.146 milijardi dolara. Kod stranih investitora su naročito popularne američke državne HoV zaštićene od inflacije (Treasury Inflation-Protected Securities – TIPS).⁴⁰

40 Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System (2017). Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2016. <http://ticdata.treasury.gov/Publish/shla2016r.pdf> Pristupljeno 23. 01.2018. godine.

U ukupnim portfolio holdinzima stranaca preovlađuju dugoročne HoV (vlasničke ili dužničke HoV čija je originalna dospelost veća od jedne godine - 16.230 milijardi dolara), dok se ostatak u iznosu od 909 milijardi dolara odnosio na kratkoročne instrumente. Tokom 2016. je registrovano pomeranje u strukturi stranih portfolio holdinga u korist veće vrednosti dugoročnih HoV nauštrb smanjivanja vlasničkih holdinga. Unutar dugoročnih HoV, posebno se istakao rast dugoročnih američkih korporativnih dužničkih instrumenata. Inostrani holdinzi američkih državnih HoV osetno su porasli tokom globalne finansijske krize, tako da se u stranom vlasništvu našlo 60,8% ovih instrumenata 2008. godine.⁴¹ Vrednost korporativnih obveznica u rukama stranaca iznosila je 3.505 milijardi dolara.

Apresijacija i depresijacija dolara značajno utiču na trend spoljne zaduženosti, pri čemu depresijacija vodi poboljšanju međunarodne investicione pozicije, jer američki investitori više ulažu u kupovinu stranih aktiva.⁴² Osim ovog kanala, neto investiciona pozicije SAD se poboljšava, jer američke obaveze u dolarima ostaju iste, dok se dolarska vrednost njihove aktiva uvećava. Ako bi se danas i moglo reći da međunarodna uloga dolara prisiljava SAD na kreiranje deficita tekućeg računa, ne bi se moglo tvrditi da je to povezano sa nestabilnošću međunarodnog monetarnog i finansijskog sistema.

4.2. Fiskalna verzija Trifinove dileme

Rastuća međunarodna likvidnost uglavnom se zasniva na porastu fonda američkih državnih HoV. Emisija ovih hartija znači da raste udeo javnog duga u BDP SAD, što vodi smanjivanju njihovog fiskalnog kapaciteta. Dakle, javlja se dilema da se zadovolji rastuća tražnja za američkim državnim papirima (odnosno tražnja za međunarodnom likvidnošću), što povećava udeo javnog duga u BDP SAD, s jedne strane, i da se osigura uredna otplata ovih dugova, što zahteva stabilizaciju navedenog odnosa, s druge strane.⁴³ Ostatak sveta je zainteresovan da u svom portfelju drži sigurnu aktivu. Ako se produbi neravnoteža između ponude i tražnje sigurne aktive, automatski se povećava raspon između prinosa koji nose sigurne i rizične aktive (Caballero i Farhi, 2013).⁴⁴ Budžetski bilans SAD daje se u grafikonu 6.

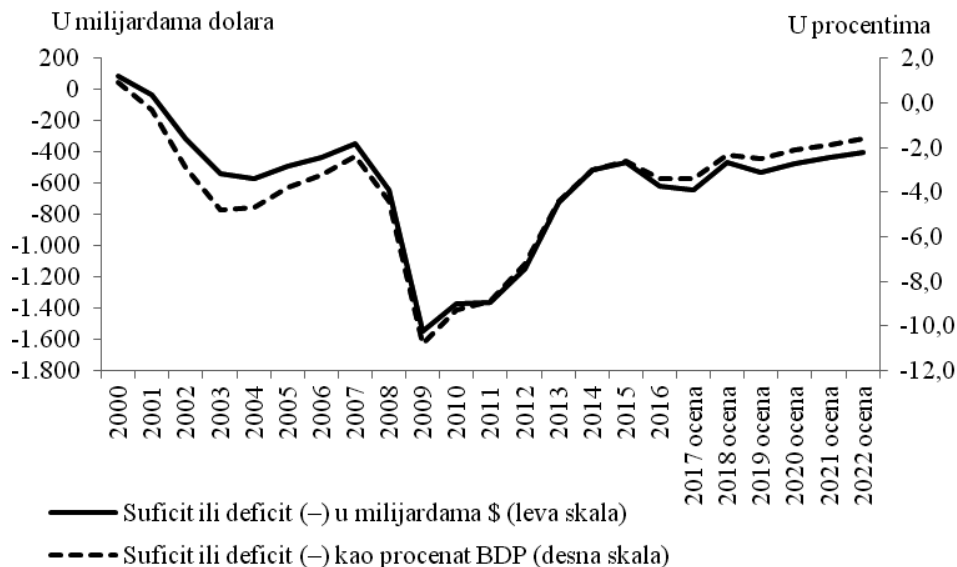
41 Ibid., p. 3.

42 Tille, C. (2003). "The impact of exchange rate movements on US foreign debt", Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance, 9(1).

43 Bordo, D.M. and N.R. McCauley, op. cit., p. 21.

44 Caballero, R. and E. Farhi (2013). "A model of the safe asset mechanism (SAM): safety traps and economic policy", NBER Working Paper No. 18737. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

▶ GRAFIKON 6. GODIŠNJI BUDŽETSKI SALDO SAD, 2000-2022. GODINE



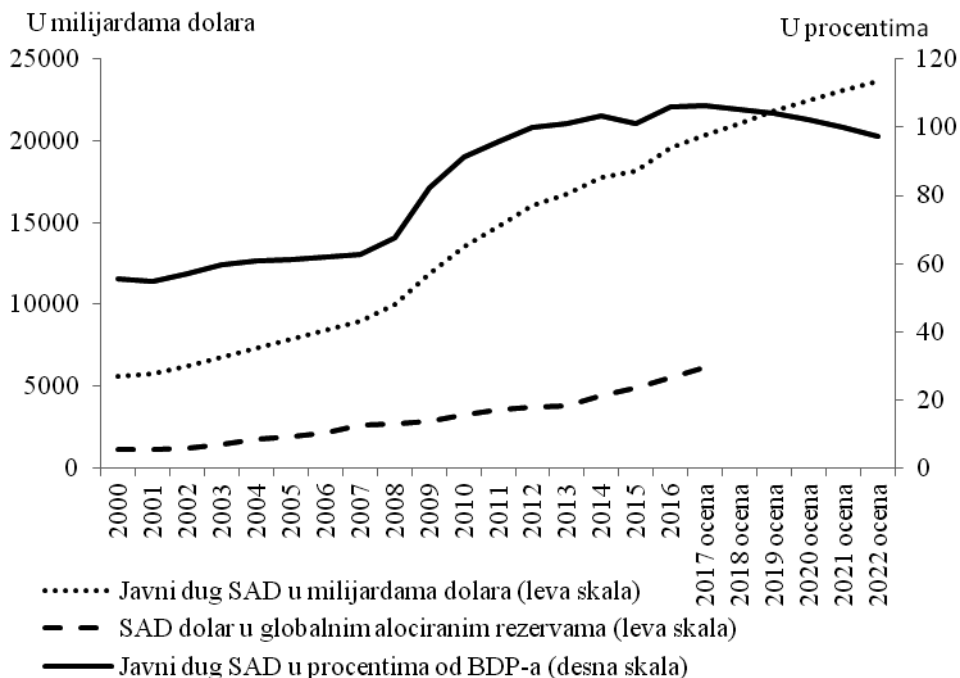
Izvor: <https://www.whitehouse.gov/omb/historical-tables/> Pristupljeno 10.01.2018.

Budžetski deficit se u periodu 2007-2009. naglo povećao, što je posledica nastojanja da se pojača domaća tražnja u SAD i spreči zapadanje privrede u recesiju (grafikon 6). U narednih nekoliko godina, do 2015. godine, godišnji iznosi budžetskog deficita su postepeno opadali. Projekcije za naredni period, prikazane u grafikonu 6, su u znaku optimističkih očekivanja da će se ovaj deficit smanjivati do 2022. godine. Nagomilani budžetski deficiti u periodu posle 2000. mogu opteretiti zemlju, jer se kamate na pozajmljeni novac kontinuirao uvećavaju. Sem toga, očekuje se porast kamatnih stopa na tržištu novca i kapitala, što će nametnuti dodatni teret u servisiranju dugova.

Druga strana medalje budžetskog salda je rast javnog duga SAD. Uporedni pregled godišnjeg stanja javnog duga i dolarskih iznosa u alociranim međunarodnim rezervama daje se u grafikonu 7. Uočava se da se javni dug⁴⁵ u periodu 2008-2012. naglo uvećao zbog rastućih godišnjih budžetskih deficita SAD. Dinamika rasta apsolutnog iznosa javnog duga je zatim nešto ublažena, ali je zadržan rastući trend. Sem toga, trendna stopa rasta javnog duga je bila nešto blaža od rasta BDP-a, tako da je udeo javnog duga u BDP-u takođe rastao sporije u odnosu na period 2008-2012. godine.

45 Javni dug se iskazuje kao vrednost državnih HoV koje emituje američki trezor ili druge agencije federalne vlade.

▶ GRAFIKON 7. JAVNI DUG SAD I DOLARSKI IZNOSI U ZVANIČNIM (ALOCIRANIM) MEĐUNARODNIM REZERVAMA



Napomene: Podaci za javni dug su na dan 30. septembra odgovarajuće godine; Podaci za iznos dolara u međunarodnim rezervama se odnose na kraj odgovarajuće godine; Podatak za 2017. godinu je stanje krajem trećeg kvartala.

Izvori: <https://www.whitehouse.gov/omb/historical-tables> (za javni dug); <http://data.imf.org/> (za iznos dolara u međunarodnim rezervama) Pristupljeno 26. januara 2018. godine.

Prema projekcijama za period 2017-2022. godine, očekuje se produžetak rasta javnog duga, čiji će kumulativni apsolutni iznos preći u zonu između 20 i 25 biliona dolara. Takođe se procenjuje da će rast javnog duga biti sporiji od rasta BDP-a, što će doprineti smanjivanju udela javnog duga u BDP-a sa ostvarenih 106% u 2016. na procenjenih 98% u 2022. godini. Ovo je veoma povoljan nagoveštaj, jer investitori koriste upravo ovaj pokazatelj kada procenjuju sposobnost zemlje da u budućnosti servisira javni dug. Rast ovog pokazatelja, dovodi se u teoriji u vezu sa porastom kamatnih stopa (posredstvom isisavanja (crowding out) privatnih investicija ili putem kejnzijanskog porasta tražnje). Projektovani pad ovog pokazatelja upućuje poruku investitorima da se ne pribojavaju budućih ulaganja u američke državne (federalne) HoV, jer država još uvek poseduje zadovoljavajući kapacitet servisiranja nagomilanih dugova. Ako bi se ipak javile teškoće u regularnim otplatama dužničkih obaveza, to bi verovatno prisililo državu na povećanje kamatnih stopa za novo zaduživanje.

Podaci u grafikonu 7. pokazuju sporiji rast globalne tražnje za međunarodnom likvidnošću nego što je rast emitovanih američkih državnih HoV. Na to je uticao pad kineskih deviznih rezervi, posle maksimalnog uzleta renminbija početkom 2014. godine. Globalne

devizne rezerve su takođe opale u vreme apresijacije dolara u 2014. godini. Ove tendencije su udaljile krive ponude i tražnje sigurnih aktiva. Prema ispoljenim tendencijama, nameće se zaključak da su SAD više zainteresovane za stranu akumulaciju, nego što su stranci motivisani da poseduju dolar u svojim rezervama. Fiskalni element ostaje značajan faktor u pozadini kreiranja međunarodne likvidnosti. Trifinova dilema danas mogla bi da glasi da državni (budžetski) deficit pothranjuje rast globalnih rezervi.

4.3. Ponuda sigurne (pouzdane) aktive kao aspekt Trifinove dileme

Na strani ponude likvidnosti, treba proveriti tezu da samo fiskalni deficit može omogućiti dodatnu ponudu sigurne aktive. Tu je i pitanje da li su celokupne zvanične rezerve u dolarima investirane u američke državne HoV?

Zvanične devizne rezerve u svetu, denominovane u dolarima, krajem trećeg kvartala 2017. su iznosile 6.126 milijardi dolara. Međutim, celokupan iznos ovih rezervi nije plasiran u kupovinu američkih državnih HoV (krajem oktobra 2017. ovi papiri su u iznosu od 4.079 milijardi dolara bili u rukama stranih zvaničnih institucija (uglavnom centralnih banaka)). Ukupan iznos plasiranih papira u posedu stranaca je iznosio 6.349 milijardi dolara. Zapaža se značajna razlika između ocenjenih stranih deviznih rezervi u dolarima i zvaničnih holdinga američkih državnih papira kod stranih centralnih banaka (oko 2.000 milijardi dolara je investirano u druge obveznice denominovane u dolarima, sem američkih državnih obveznica). U koje su aktive onda investirani holdinzi deviznih rezervi u dolarima? Pre krize, to su bile hipotekarne založnice (Morgae backed securities) koje su bile osigurane kod Fannie Mae i Freddie Mac.⁴⁶ Ovi papiri su bili prilično zastupljeni u aktivi centralnih banaka pre otpočinjanja finansijske i ekonomske krize 2008. godine. Centralne banke su nastavile po izbijanju krize da ulažu u pojedine od ovih papira zbog visokih profita. Neke državne agencije izvan SAD takođe kreiraju dodatnu pouzdanu aktivu denominovanu u dolarima (državna agencija KfW, za koju garantuje nemačka vlada, emitovala je preko 100 milijardi dolara obveznica denominovanih u dolarima).⁴⁷ Ove hartije kupuju menadžeri deviznih rezervi centralnih banaka zbog većih prinosa u poređenju sa prinosisima obveznica američkog trezora. Ipak, ovi papiri su manje likvidni od američkih. Praksa emitovanja ovakvih aktiva u svetu poslužila je kao osnova da Fahri i Maggiori⁴⁸ zaključe da zemlje emitenti globalnih rezervnih aktiva ne uživaju više monopol u emisiji pouzdanih aktiva.

Banke takođe emituju sigurnu aktivu. Menadžeri deviznih rezervi pre izbijanja krize 2008. godine su jedan deo svojih identifikovanih dolarskih rezervi držali u vidu bankarskih depozita, pre svega kod neameričkih banaka. Kad je izbila kriza, ovaj vid zvaničnih plasmana se smanjio u korist američkih državnih papira. Očigledno je da emisija ostalih sigurnih aktiva, sem američkih državnih HoV, potvrđuje tezu da generisanje sigurnih aktiva ne zavisi od fiskalnog deficita SAD. Američki trezor se suočava sa velikom konku-

46 Gorton, G. et al. (2012). "The safe asset share", *American Economic Review*, 102(3), pp. 101-106.

47 Bordo, D.M. and N.R. McCauley (2017), op. cit., p. 26.

48 Fahri, E. and M. Maggiori (2017). "A model of the international monetary system", *The Quarterly Journal of Economics*, 133(1), pp. 295-355. <https://doi.org/10.1093/qje/qjx031>.

rencijom različitih subjekata van SAD, koji imaju vladinu podršku za kreiranje pouzdanih dolarskih aktiva.

Jedna od slabijih strana rasprostranjenog korišćenja dolara kao rezervne valute je ogromno tržište od 10,7 biliona dolara nebankarskog duga izvan SAD, kao i slična vrednost terminskih ugovora koji zahtevaju dolarsku isplatu.⁴⁹ Potencijalne nestabilnosti na ovom tržištu bi zahtevale odgovor Federalnih rezervi. Možda bi specifičnosti ovog odgovora trebalo potražiti u konstataciji koju je izneo Campanella: „Rezervna valuta je globalno javno dobro, koje proizvodi jedna zemlja, SAD, na temelju domaćih potreba”.⁵⁰

Za vreme finansijske krize iz 2008. godine centralne banke su formirale mrežu bilateralnih svop olakšica sa ciljem da povećaju globalnu likvidnost. Bilateralni aranžmani su kasnije prerasli u mrežu svop aranžmana. Na taj način se rešava problem manjka likvidnosti u specifičnim valutama. Ako evropskim komercijalnim bankama nedostaju dolari za realizaciju poslovnih aktivnosti, mogu ih, posredstvom svop aranžmana preko nacionalnih centralnih banaka, pozajmiti od Fed-a. Ova inovacija u saradnji između centralnih banaka pružila je šansu da se brzo prevaziđe problem kratkoročne nestašice dolara izazvan krizom. Istraživanja su pokazala da su veliki finansijski centri imali veću šansu da na ovaj način dođu u posed dolarskih sredstava.⁵¹ Programi kvantitativnih olakšica u sprovođenju monetarne politike razvijenih zemalja tokom postkriznog razdoblja su posledica raširenog uverenja o usporenom oporavku svetske privrede. Još uvek je aktuelno pitanje kako kvantiteta tako i kvaliteta međunarodne likvidnosti unutar postojećeg MMS-a. Postoje sumnje u to koliko je postojeći MMS u stanju da obezbedi porast međunarodne likvidnosti, koji nameće rast svetske trgovine. Pitanje zadovoljavajućeg nivoa globalne likvidnosti je značajno za normalno funkcionisanje tržišta i privredni rast. Manjak globalne likvidnosti može da izazove ozbiljne poremećaje u finansijskom sistemu. S toga je pitanje zadovoljavajućeg nivoa međunarodne likvidnosti još uvek otvoreno.

Analize u ovom radu su pokazale da Trifinova dilema danas nema čvrsto uporište, zbog izmenjenih karakteristika aktuelnog MMS-u u odnosu na prilike koje su vladale u Bretonvudskom sistemu. U našem istraživanju su identifikovane određene sprege između američkog budžetskog deficita i međunarodne likvidnosti, ali je dokazano da međunarodna likvidnost danas ne zavisi isključivo od američkog budžetskog deficita, niti deficita njihovog tekućeg računa. Isto tako, potvrđeno je da je američki dolar i dalje ključna svetska rezervna valuta, ali da dobija sve jaču konkurenciju od evra i kineskog juana. Dakle, u ovom radu su potvrđene polazne hipoteze našeg istraživanja.

49 McCauley et al. (2015). "US monetary policy, leverage and offshore dollar credit", *Economic Policy*, 30(82), pp. 187-229. Ekonomski razlozi zbog kojih je dolar i dalje vodeća međunarodna valuta, potiču od činjenice da SAD predstavljaju ogromno tržište, zbog čega je ostatak sveta direktno i indirektno sa njim povezan.

50 Campanella, E (2010). „The Triffin Dilemma again”, *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, Vol. 4, 2010-25. <http://dx.doi.org/10.5018/economicsejournal.ja.2010-25>.

51 Moessner, R. and A.A. William (2010). International liquidity provision and currency-specific liquidity shortages, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.372.6539&rep=rep1&type=pdf> Pristupljeno 11.01.2018.

ZAKLJUČAK

Današnji MMS se znatno razlikuje od Bretonvudskog sistema. Stoga i Trifinova dilema u originalnoj formulaciji ne bi mogla da se odnosi na savremeni MMS. Pre svega, danas se ne postavlja kao problem stanje globalne likvidnosti, kao što je to bio slučaj tokom 1950-ih i prve polovine 1960-ih godina. Danas, takođe, povećanje globalnih neravnoteža tekućih računa nije više preduslov za kreiranje dodatne globalne likvidnosti. Zahvaljujući liberalizaciji računa kapitala i dubokom i likvidnom finansijskom tržištu, zemlje emitenti svetskih rezervnih valuta, pre svega SAD i evrozona, ne moraju da beleže deficite tekućeg računa da bi ostatku sveta ponudile dolarsku i evro likvidnost. To je moguće putem diverzifikacije portfelja HoV, tako što se dolarima i evrima kupuju strane HoV, koje ujedno nose više stope prinosa.

Za razliku od Bretonvudskog sistema, gde se pod pojmom globalne likvidnosti uglavnom podrazumevala zvanična likvidnost centralnih banaka, danas je pojam likvidnosti širi i obuhvata sem zvaničnih i tokove privatnog kapitala (međubankarske pozajmice, tržište privatnih HoV, privatne investicione fondove i dr.). Prilikom ocene stanja globalne likvidnosti potrebno je uzeti u obzir kako zvanične tako i privatne generatore globalne likvidnosti. Zahvaljujući brojnim kanalima kreiranja ukupne likvidnosti, problem u vidu manjka globalne likvidnosti skoro da i ne postoji. U nekim izuzetnim prilikama, kao što je to bio slučaj u vreme izbijanja globalne ekonomske i finansijske krize 2008. godine, javio se privremeni manjak likvidnosti, koji je brzo nadoknađen uspostavljanjem mreže bilateralnih svop aranžmana između Fed-a i ostalih centralnih banaka.

Nekoliko zemalja sa tržištem u nastajanju ispoljava veliku tražnju za sigurnim američkim HoV, tako da neto tokovi kapitala idu u korist razvijenih zemalja, mada su privatni tokovi kapitala usmereni u zemlje sa tržištem u nastajanju. Veliki priliv kapitala u SAD ustvari predstavlja tražnju za pouzdanim dolarskim HoV, pre svega onim koje emituje država. SAD na ovaj način dolaze do jeftinog kapitala, koji zatim plasiraju u razne aktive širom sveta. U njihovim nacionalnim računima uvećava se suma deficita tekućeg računa i javnog duga, ali se u računu primarnog dohotka beleži rastući pozitivan saldo. Veliki neto priliv kapitala vrši pritisak na obaranje realnih kamatnih stopa na američkom tržištu, podstiče leveridž i nagriza finansijsku stabilnost. Strana tražnja za dolarima otvara prostor za ekspanzivnu monetarnu politiku SAD, što je široko praktikovano tokom skorašnje globalne ekonomske i finansijske krize. Krajnji efekat ove politike je porast spoljne zaduženosti, kako korporativnog tako i zvaničnog sektora u SAD. To je potvrda teze da emitent svetske rezervne valute prvenstveno brine o sopstvenim interesima, nezavisno od posledica na globalnom nivou.

Nastale globalne neravnoteže mogu ugroziti dugoročnu makroekonomsku i finansijsku stabilnost, kao što se to desilo tokom skorašnje globalne ekonomske i finansijske krize. Kao i u Trifinovo vreme, ne postoji opšte prihvatljiv mehanizam za korekciju ovih ravnoteža. Mada se povremeno u stručnim radovima iznose ocene da je dostignut kumulativni iznos deficita tekućeg računa problematičan, jer podstiče dalje zaduživanje SAD, ovakve interpretacije treba prihvatati sa rezervom. Nesporno je da su oba deficita SAD (deficit tekućeg računa i budžetski deficit) prilično visoka, ali je isto tako tačno da uprkos velikom neto dugu prema inostranstvu, SAD beleže rastući pozitivan saldo u računu primarnog dohotka. To je garancija da SAD sve svoje dužničke obaveze mogu da servisiraju bez

teškoća, i da zbog ovih deficita neće biti smanjeno poverenje u američke HoV. To se, uostalom, potvrdilo tokom globalne finansijske krize iz 2008. godine. Ipak, ostaje otvoreno pitanje do kog se iznosa deficita tekućeg računa i budžetskog deficita neće javiti sumnje stranih investitora u pouzdanost američkih HoV. U meri jačanja evra i juana kao rezervnih valuta, može se očekivati i veći interes investitora za HoV koje glase na ove valute. Da li će se formirati viševalutna struktura rezervnih aktiva, i koliko će dolar uspeti da se odupre ovim izazovima i sačuva svoje mesto u MMS-u, pitanja su za dalja istraživanja.

LITERATURA

Bayoumi, T. et al. (2015). "Official financial flows, capital mobility, and global imbalances", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 52, pp. 146-174.

Bernanke, B. (2005). „The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”. The Federal Reserve Board, Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/> Pristupljeno 31.01.2018. godine.

Bertaut, C. et al. (2008). "How long can the unsustainable U.S. current account deficit be sustained?" Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers* No. 935.

Bordo, D.M. and N.R. McCauley (2017). *Triffin: dilemma or myth?*, BIS Working Papers No. 684. Basle: Bank for International Settlements.

Bordo, M. and R.N. McCauley (2017a). „A Global Shortage of Safe Assets: A New Triffin Dilemma?", *Atlantic Economic Journal*, 45(4), pp. 443-451.

Borio, C. (2016). "On the centrality of the current account in international economics", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 68, pp. 266-274.

Bracke, T. et al. (2010). "A Framework for Assessing Global Imbalances", *The World Economy*, 33(9), pp. 1140-1174. doi: 10.1111/j.1467-9701.2010.01266.x

Caballero, R. and E. Farhi (2013). "A model of the safe asset mechanism (SAM): safety traps and economic policy", NBER Working Paper No. 18737. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Campanella, E. (2010). "The Triffin Dilemma again", *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, Vol. 4, 2010-25. <http://dx.doi.org/10.5018/economicsjournal.ja.2010-25>.

Chahrour, R. and R. Valchev (2017). *International Medium of Exchange: Privilege and Duty*, p. 7. <https://www.bc.edu/content/dam/bc1/schools/mcas/economics/pdf/working-papers/wp934.pdf> Pristupljeno 29.01.2018.

Chinn, M. et al. (2014). "A forensic analysis of global imbalances", *Oxford Economic Papers*, 6(2), pp. 465-490.

Cooper, R. (2009). "The future of the dollar", Peterson Institute for International Economics, *Policy Brief*, 09-21. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics.

Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System (2017). *Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2016*. <http://ticdata.treasury.gov/Publish/shla2016r.pdf> Pristupljeno 23. 01.2018. godine.

Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. New York: Oxford University Press.

Farhi, E. and M. Maggiori (2017). "A model of the international monetary system", *The Quarterly Journal of Economics*, 133(1), pp. 295-355. <https://doi.org/10.1093/qje/qjx031>.

Feldstein, M. (2008). „Resolving the Global Imbalances: The Dollar and the U.S. Saving Rates”, *Journal of Economic Perspectives*, 22(3), pp. 113-125.

Fratzscher, M. et al. (2010). "Asset Prices, Exchange Rates and the Current Account", *European Economic Review*, 54(5), pp. 643–658

Fратиани, M. (2012). "The future international monetary system: dominant currencies or supranational money? an introduction", *Open Economy Review*, Vol. 23, pp. 1-12.

Gorton, G. (2017). "The history and economics of safe assets", *Annual Review of Economics*, Vol. 9, pp. 547-586.

Gorton, G. et al. (2012). "The safe asset share", *American Economic Review*, 102(3), pp. 101-106.

Gourinchas, P.O. et al. (2010). „Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty. <http://econ.sciences-po.fr/sites/default/files/duty-1.pdf> Pristupljeno 28.01.2018.

Greenwald, B. and J.E.Stiglitz (2010). „A Modest Proposal for International Financial Reform". In S. Griffith-Jones, J.A. Ocampo and J. Stiglitz (eds), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*. New York: Oxford University Press.

Habib, M.M. (2010). *Excess returns on net foreign assets: the exorbitant privilege from a global perspective*, ECB Working Paper Series No 1158. Frankfurt: European Central Bank.

Krugman, P. (2007). "Will there be a dollar crisis? *Economic Policy*, 22(51), pp. 435-467.

McCauley and J-F Rigaudy (2011). "Managing foreign exchange reserves in the crisis and after", in *Portfolio and risk management for central banks and sovereign wealth funds*, BIS Papers No. 58, pp. 19-47.

McCauley et al. (2015). "US monetary policy, leverage and offshore dollar credit", *Economic Policy*, 30(82), pp. 187-229.

McCauley, R. and J-F Rigaudy (2011). "Managing foreign exchange reserves in the crisis and after", in *Portfolio and risk management for central banks and sovereign wealth funds*, BIS Papers No. 58, pp. 19-47.

Meltzer, A. (1991). „U.S. Policy in the Bretton Woods era”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 73(3), pp. 53-83.

Moessner, R. and A.A.William (2010). „International liquidity provision and currency-specific liquidity shortages”, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.372.6539&rep=rep1&type=pdf> Pristupljeno 11.01.2018.

Obstfeld, M. and K. Rogoff (2005). "Global current account imbalances and exchange rate adjustments", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 67–123.

Ocampo, J.A. (2011). *Reforming the International Monetary System*, WIDER Annual Lecture 14. Helsinki: UNU World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER).

Solomon, R. (1982). *The International Monetary System 1945-1981*. New York: Harper and Row.

Steiner, A. (2014). "Current account balance and dollar standard: exploring the linkages", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 41, pp. 65-94.

Swoboda, A. (2012). „International monetary reform and global imbalances”, in J-C. Koeune and A. Lamfalussy (eds.), *In search of a new world monetary order, Proceedings of a conference to celebrate the 100th anniversary of Robert Triffin (1911-1993), no 5 in the Relations financières internationales*, Brussels: P.I.E. Peter Lang for the Fondation Internationale Triffin, pp. 201-209.

Tille, C. (2003). "The impact of exchange rate movements on US foreign debt", Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, 9(1).

Tobin, J. (1978). „A Proposal for International Monetary Reform”, *Eastern Economic Journal*, 4(3/4), pp. 153-159.

Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven: Yale University Press.
