

Analiza odnosa tečajnih politika Kine i Sjedinjenih Američkih Država

Mitrović, Filip

Master's thesis / Diplomski rad

2019

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:523723>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-26**



Repository / Repozitorij:

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



Sveučilište u Zagrebu
Ekonomski fakultet
Diplomski studij Financije

**Analiza odnosa tečajnih politika Kine i Sjedinjenih Američkih
Država**
Diplomski rad

Filip Mitrović

JMBAG: 0067511221

Mentor: Prof. dr. sc. Gordana Kordić

Zagreb, rujan, 2019.

Filip Mitrović

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je Diplomski rad isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Student/ica:



U Zagrebu, 10.09.2019.

Sažetak

Kina i Sjedinjene Američke Države dva su najveća svjetska gospodarstva i njihove tečajne politike imaju utjecaj na globalno gospodarstvo. Kinesko gospodarstvo je u zadnjih dvadesetak godina bilježilo velike stop rasta te je samim time je kineska valuta yuan poprimila značajnu ulogu za cijeli svijet. Nasuprot tome američki dolar se već nakon Drugog svjetskog rata nametnuo kao glavna valuta u svijetu. Velika trgovinska povezanost i međuovisnost Kine i Sjedinjenih Američkih Država dovela je do napetosti između ove dvije države. Posljedice su se odrazile i na tečajne politike ovih dviju država zbog međuovisnosti njihovih valuta. U posljednje vrijeme sve su veće tenzije između ove dvije države. Problem trgovinskih barijera koje Sjedinjene Američke Države nameću Kini zbog netransparentne tečajne politike dovodi do prijetnje od izbijanja valutnog rata jer Kina na takve sankcije odgovara deprecijacijom tečaja što ugrožava stabilnost globalnog gospodarstva.

Ključne riječi: Kina, Sjedinjene Američke Države, tečajne politike, yuan, dolar, globalno gospodarstvo

Summary

China and the United States of America are two largest economies and their exchange rate policies have an impact on the global economy. The Chinese economy has recorded a major growth over the last twenty years. Over time yuan is showing a significant role for the whole world. In contrast, after the Second World War, the US dollar has imposed itself as a major value in the world. Great trade ties between China and the US have led efforts between the two countries. The consequences are also reflected in the exchange rate policy of these government due to the interdependence between yuan and dollar. Lately, there has been increasing tension between the two countries. The problem of trade barriers, which the United States imposed China because of a non-transparent exchange rate policy, is threatened by the outbreak of a currency war, because such sanctions China respond with exchange rate depreciation, which threatens the stability of the global economy.

Sadržaj

1	Uvod.....	1
1.1	Predmet i cilj rada.....	1
1.2	Izvori podataka i metode prikupljanja.....	1
1.3	Sadržaj i struktura rada	2
2	Tečajna politika Kine u razdoblju od 1949. do 2018. godine	3
2.1	Tečajna politika Kine u razdoblju od 1948. do 1978. godine	3
2.2	Tečajna politika Kine u razdoblju od 1978. do 2005. godine	4
2.3	Novi upravljano fluktuirajući tečajni režim 2005. godine.....	10
2.4	Reforma tečajne politike 2015. godine.....	11
2.5	Utjecaj tečaja na gospodarstvo Kine	12
2.6	Devizne rezerve Kine u razdoblju od 1995. do 2018. godine	15
3	Tečajna politika Sjedinjenih Američkih Država u razdoblju od 1944. do 2018. godine.....	19
3.1	Tečajna politika Sjedinjenih Američkih Država za vrijeme Bretton Woods sustava.....	19
3.2	Tečajna politika Sjedinjenih Američkih Država nakon raspada Bretton Woodsa	26
3.3	Tečajna politika Sjedinjenih Američkih Država od 1992. do 2018. godine	31
3.4	Devizne rezerve Sjedinjenih Američkih Država od Bretton Woodsa do 2018. godine	34
4	Analiza međuovisnosti tečajnih politika Sjedinjenih Američkih Država i Kine	38
4.1	Povijesni pregled.....	38
4.2	Utjecaj tečajne politike Kine na trgovinski deficit Sjedinjenih Američkih Država	43
4.3	Utjecaj tečajne politike Kine na financijska tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama	47
4.4	Aktualni problemi i prijetnja valutnog rata	51
5	Utjecaj tečajnih politika Sjedinjenih Američkih Država i Kine na globalna tržišta.....	55
5.1	Utjecaj tečajne politike Sjedinjenih Američkih Država na globalna tržišta	55
5.2	Utjecaj tečajne politike Kine na globalno tržište	60
6	Zaključak	64
	Literatura.....	65
	Popis grafova	68
	Popis slika.....	69
	Popis tablica.....	70
	Životopis.....	71

1 Uvod

1.1 Predmet i cilj rada

Tečajna politika je važan dio monetarne politike koju države provode kako bi regulirale i upravljale vlastitim tečajem. Države putem tečajnih politika utječu na brojne pokazatelje razvijenosti gospodarstva poput bruto domaćeg proizvoda, direktnih investicija, stanja tekuće bilance. U današnje vrijeme globalizacije i sve veće važnosti svjetskih valuta, tečajne politike pojedinih država utječu ne samo na vlastito gospodarstvo, već i na druga povezana gospodarstva i globalno tržište. Postojanje napetosti između gospodarstava Kine i Sjedinjenih Američkih Država, pogoršanje odnosa dviju država te uplitanje njihovih tečajnih politika u taj sukob glavni su motivi ovog diplomskog rada. Kina i Sjedinjene Američke Države dva su najveća svjetska gospodarstva. Njihove tečajne politike utječu na stanje na globalnom tržištu, ali i zbog velike trgovinske povezanosti ove dvije države, njihove tečajne politike jedan su od glavnih uzroka visokih tenzija između ove dvije države. U radu će se za kinesku valutu koristiti termin yuan/CNY a za američku valutu koristiti će se termin dolar. Upravo je tečajna politika Kine te kretanje tečaja yuana sve veći problem za Sjedinjene Američke Države te je ta činjenica jedna od glavnih motiva analize kojom se ovaj rad bavi. Cilj diplomskog rada je analizirati tečajne politike Sjedinjenih Američkih Država i Kine te na taj način dati uvid u razvoj problema i odnos Kine i Sjedinjenih Američkih Država. Ovim radom želi se prikazati razvoj tečajnih politika Kine i Sjedinjenih Američkih Država kroz povijest kako bi se objasnilo današnje stanje napetosti između ove dvije države do kojeg su ih uvelike dovele njihove tečajne politike.

1.2 Izvori podataka i metode prikupljanja

U ovom radu podaci su prikupljeni iz sekundarnih izvora i to ponajviše iz stručnih knjiga, znanstvenih članaka, te publikacija organizacije Congressional Research Service u Sjedinjenim Američkim Državama.

1.3 Sadržaj i struktura rada

Uz uvod i zaključak rad je podijeljen na četiri glavna dijela. U prvome dijelu obrađuje se i analizira tečajna politika Kine kroz povijest, reforme njenih tečajnih politika, te se daje uvid u razne tečajne režime koji su bili zastupljeni u prošlosti i danas. Poglavlje se zaključuje navođenjem utjecaja tečajnog režima na gospodarstvo i devizne rezerve Kine. Drugi dio se koncentrira na tečajnu politiku Sjedinjenih Američkih Država kroz povijest, te se dotiče njezinog velikog globalnog utjecaja. Promatraju se tečajne politike Sjedinjenih Američkih Država za vrijeme i poslije Bretton Woods sustava. Treći se dio bavi međuovisnostima tečajnih politika Sjedinjenih Američkih Država i Kine. Odnosi se na utjecaj tečajnih politika Kine na gospodarstvo Sjedinjenih Američkih Država kroz utjecaj na trgovinski deficit i financijska tržišta Sjedinjenih Američkih Država. Također, analiziraju se aktualni problemi i prijetnja izbijanja valutnog rata između Kine i Sjedinjenih Američkih Država. U četvrtom dijelu se obrađuje utjecaj tečajnih politika Kine i Sjedinjenih Američkih Država, kao jednih od najvećih gospodarstava na svijetu, na globalno tržište. Cilj ovog dijela je objasniti veličinu utjecaja tečajnih politika Kine i Sjedinjenih Američkih Država na ostala svjetska gospodarstva.

2 Tečajna politika Kine u razdoblju od 1949. do 2018. godine

2.1 Tečajna politika Kine u razdoblju od 1948. do 1978. godine

Kina je jedno od najvećih svjetskih gospodarstava te samim time njezina tečajna politika nema utjecaj samo na nju već i na ostatak svijeta. Kroz povijest Kina je imala različite tečajne režime, te nekoliko tečajnih reformi koje su imale utjecaj na njezin proboj do jednoga od najvećih svjetskih gospodarstava. Reforma tečajne politike Kine iz 1978. godine ključni je faktor porasta njezinog udjela u globalnoj trgovini. Od 1949. godine do kraja 70-ih Kina je fiksirala tečaj i to na način da ga je jako precijenila zbog svoje strategije industrijalizacije. U skladu sa planskim sustavom ekonomije, Kina je prihvatila takvu tečajnu politiku kako bi ubrzala industrijski razvoj. Na taj način se htjela smanjiti kineska ovisnost o uvoznim proizvodima. Takva politika je uključivala direktnu kontrolu uvoza i izvoza, precijenjenu valutu i stroge kontrole međunarodne razmjene. Precijenjena domaća valuta omogućavala je kineskim vlastima da osiguraju uvezena dobra i usluge namijenjene prioritetnim industrijama, po nižim troškovima nego bi to inače bilo moguće.

„S druge strane, takva precijenjena domaća valuta uzrokovala je prekomjernu potražnju za međunarodnim dobrima te okrenula trgovinske uvjete protiv domaćih izvoznika, koji su se 1950-ih uglavnom bavili izvozom poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda. Ranih 1950-ih kineske vlasti su predstavile opsežne kontrole međunarodne razmjene, što je među ostalom uključivalo da se sva sredstva iz međunarodne razmjene, uključujući i zarade od izvoza, polažu u Bank of China, instituciju koja je bila zadužena za međunarodne razmjene.“¹ Formirale su se kompanije koje su bile pod kontrolom države, a bavile su se trgovinom točno definiranih i količinski planiranim proizvodima. Ostatak kompanija su nacionalizirane do kraja 1950-ih, te je na taj način država uspostavila potpunu kontrolu međunarodne razmjene i priljeva deviza. Bank of China je alocirala ostatak limitirane potražnje za devizama prema prioritetnim namjenama u skladu sa planskom ekonomijom koju je provodila.

¹Goldstein M. I Lardy N.(2009) *The Future of China's Exchange Rate Policy: Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era* [online]. Washington: Peterson Institute for International Economics, str 3.

Dostupno na: https://piie.com/publications/chapters_preview/4167/01ie4167.pdf [07.06.2019.]

Precijenjenost domaće valute uzrokovala je pad domaćih cijena izvozno orijentiranih proizvoda, te samim time uzrokovan je i pad inicijative za proizvodnjom tih dobara. Vlasti su htjele stati na kraj tome problemu tako što su zahtijevale od proizvođača da proizvedu određenu količinu outputa koju će dalje prodati nacionalnim kompanijama za međunarodnu trgovinu koje će ih dalje plasirati na međunarodna tržišta. Nekoliko je dokaza da je kineska valuta bila precijenjena gotovo tri desetljeća, sve do reforme 1978. godine. „Prvo, kineska valuta je bila nekonvertibilna i predmet opsežnih kontrola od strane vlasti. Drugo, kada je Kina bila planska ekonomija prije 1979., službeni tečaj nije igrao značajnu ulogu u vanjskoj trgovini, jer uz državni monopol u vanjskoj trgovini, gubici u izvozu, koji je rezultat precijenjenog tečaja, bio je neutraliziran dobiti od uvoza. Motiv profita nije značajno vodio vanjsku trgovinu. Naprimjer, 1975. godine proizvod koji košta tri yuana na domaćem tržištu mogao je biti prodan za jedan dolar na međunarodnom tržištu, ali s obzirom da je tada tečaj yuana bio 1,86 za jedan dolar, kompanije koje se bave trgovinom gubile su 1.14 yuana na svaki dolar od međunarodne prodaje. Konačno, kada je valuta dosegla razinu koja je blizu ravnotežne iz 1994. godine, ta je razina predstavljala značajnu deprecijaciju od one koja je prevladavala godinama prije reforme.“²

Upravljanje tečajem i tečajne politike Kine prije reforme 1978. godine pokazale su se štetnim ne samo za kineski izvoz i domaću proizvodnju, već je sve skupa imalo i negativan utjecaj na kinesko gospodarstvo u cjelini. Promjene su bile nužne, stoga je Kina provela reformu tečajne politike.

2.2 Tečajna politika Kine u razdoblju od 1978. do 2005. godine

Prijelaz Kine na tečajni režim u kojoj je vrijednost domaće valuta bila određena ponudom i potražnjom na međunarodnom deviznom tržištu, trajao je 15 godina. Taj period je uključivao promjene u službenom tečaju, upotrebu dualnog tečajnog režima i postupno širenje tržišta deviza. Usvajanjem tržišno orijentiranih reformi gospodarskog sustava i politike otvaranja od 1978. godine kinesko gospodarstvo postaje sve više integrirano u svjetsko gospodarstvo. Te su reforme

²Goldstein M. I Lardy N.(2009) *The Future of China's Exchange Rate Policy: Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era* [online]. Washington: Peterson Institute for International Economics, str 4.

Dostupno na: https://piie.com/publications/chapters_preview/4167/01iie4167.pdf [07.06.2019.]

potaknule širenje vanjske trgovine i kapitalni priljev.“ Između 1994. i 2006. godine kineski trgovinski volumen se povećao osam puta, a u istom razdoblju udio trgovine u bruto domaćem proizvodu je porastao sa 45,7% na 65,7%. Udio kineske u svjetskoj trgovini se između 1978. i 2005. godine povećao sa 0,8% na 7,7%. Kina je u tom periodu postala i najveći primatelj direktnih stranih investicija.“³

Najvažniji preduvjet za prelazak na tečaj koji se određuje na tržištu jest labavljenje kontrola trgovine i ostalih transakcija vezanih za tekući račun države, što možemo prikazati u nekoliko koraka. 1979. godine kineske vlasti su odlučile dopustiti izvoznicima i njihovim lokalnim vlastima zadržavanje dijela zarade od međunarodne razmjene, za razliku od prijašnjih godina kada su se sve takve zarade morale položiti u Središnju banku Kine. U isto vrijeme vlasti dopuštaju zadržavanje zarada od netrgovinskih poslova međunarodne razmjene, kao što su inozemne doznake, lučke pristojbe koje plaćaju inozemni brodovi i turizam. Ovaj sustav zadržavanja deviznih sredstava uveden je kako bi osigurao poticaje za izvoz i druge izvore stranih investicija. Za različite vrste roba određene su različite stope zadržavanja. Za neke proizvode zadržavanje je bilo dopušteno samo za povećani izvoz iznad zadane. S vremenom su se diferencirane regionalne stope zamijenile stopama specifičnim za određeni proizvod. Rezultat svega je bio da je sredinom 1980. godine oko 40 posto svih deviznih zarada bilo u rukama provincija i izvoznih proizvođača, dok je središnja vlada kontrolirala ostatak. Već u listopadu 1980. godine izvoznim tvrtkama koje su zadržale devize iznad vlastitih uvoznih potreba dopušteno je prodati višak preko državne agencije odgovorne za upravljanje kontrolom razmjene Kine i njenih deviznih rezervi. Početkom 1980. godine vlada je u desetak gradova odobrila devizna tržišta, poznata kao swap centri. Početna ograničenja za sudjelovanje na tim tržištima postupno su se smanjivala, a obujam transakcija značajno se proširio. U početku je vlada pokušavala kontrolirati cijene deviza na tim tržištima, ali su kontrole postupno napredovale, a tržišna cijena je uvijek pokazivala premiju prema službenom tečaju, ponovno potvrđujući nastavak precijenjenosti prema službenom tečaju, odnosno potvrđujući nastavak precijenjenosti yuana po službenom tečaju.

„Drugi glavni politički instrument koji je vlada koristila za kretanje valute prema tržišno određenoj stopi bila je devalvacija, s početkom u siječnju 1981. godine kada je Državno vijeće uvelo

³Turner, P. (2008.). *Financial globalisation and emerging market capital flows*. Basel: Bank for International Settlements, str. 150.

"unutarnju stopu" od 2,8 yuana prema dolaru. Ta je mjera zapravo uvela sustav dvostrukog tečaja, budući da se službeni tečaj i dalje primjenjivao na ne-trgovinske transakcije. Službeni tečaj bio je vezan za košaricu valuta, dok je interna stopa poravnanja bila vezana isključivo za dolar. Vlada je tada počela devalvirati službeni tečaj, tako da se do kraja 1984. godine približila stopi unutarnjeg poravnanja od 2,8 yuana prema dolaru.⁴ Iako je odgovorna služba objasnila unutarnje poravnanje kao cijenu koja interno balansira, uvoz i izvoz, zapravo je to neka vrsta tečaja. Vanjski objavljeni službeni tečaj bio je povezan s fluktuacijom cijena robe široke potrošnje u zemlji i inozemstvu. To je korištenje u doznakama iz prekomorskih kineskih poslova i pretvaranju valuta za ne-trgovinske aktivnosti, poput onih za turizam, aktivnosti stranih veleposlanstava u Kini, stranih organizacija u Kini, kineskih institucija u inozemstvu i kineskih dužnosnika u inozemstvu.⁵

„Početkom 1985. godine vlada je ukinula internu stopu poravnanja, a sve međunarodne transakcije podmirene su po službenom tečaju, ali su vlasti nastavile poslovati s internim swap tržištem za devize i njegova se uloga nastavila širiti. Nakon što je ukinuta interna stopa poravnanja, vlasti su nastavile devalvirati valutu, a na kraju 1993. godine dosegao se iznos od 5,8 CNY.“⁶ U studenom 1993. godine odobrena je sveobuhvatna strategija u kojoj su se provodile reforme upravljanja devizama kao ključni element za tržišno orijentirano gospodarstvo. Tržišni jedinstveni plivajući devizni režim i konvertibilnost CNY smatrani su krajnjim ciljevima reforme. Uspostavljen je sustav za predaju i kupnju deviza. Poduzeća su trebala predavati svoje devizne prihode od transakcija na tekućem računu i zatim kupovati devize od određene devizne banke kada je potrebno plaćanje u stranoj valuti. CNY je time postigao takozvani uvjet konvertibilnost po tekućem računu.

„U siječnju 1994. godine vlada je objedinila službenu i swap tržišnu stopu na iznos od 8,7 yuana prema dolaru. Tijekom idućih godina vlada je blago revalvirala valutu dok nije dosegla 8,30 CNY u lipnju 1995. godine, a zatim ga je polako spuštala na 8,28 CNY u listopadu 1997. godine. Vrijednost kineske valute u odnosu na dolar fluktuirala je u vrlo uskom rasponu od 8,28 CNY sve

⁴Goldstein M. I Lardy N.(2009) *The Future of China's Exchange Rate Policy: Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era* [online]. Washington: Peterson Institute for International Economics, str 5.

Dostupno na: https://piie.com/publications/chapters_preview/4167/01iie4167.pdf [07.06.2019.]

⁵ Lin, J. Y., Cai, F., i Li, Z. (2003). *The China miracle: Development strategy and economic reform* [online]. Hong Kong: The University of Hong KongCUniversity, str 4. Dostupno na: <https://www.amazon.com/China-Miracle-Development-Strategy-Economic/dp/9622019854> [13.06.2019.]

⁶Goldstein M. I Lardy N.(2009) *The Future of China's Exchange Rate Policy: Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era* [online]. Washington: Peterson Institute for International Economics, str 6.

Dostupno na: https://piie.com/publications/chapters_preview/4167/01iie4167.pdf [07.06.2019.]

do srpnja 2005.“⁷ Iako čvrsto upravljana od strane vlade, službeni tečaj tijekom sredine 1990-ih vjerojatno je bio razumna aproksimacija ravnotežne stope, s obzirom na to da su prevladavale transakcije kapitalnog računa. Na to je utjecalo više čimbenika. „Prvo, iako se tvrdilo da je ujedinjenje dviju stopa, službene i sa swap tržišta, iz 1994. godine predstavljalo veliku devalvaciju yuana koji je valutu ostavio značajno podcijenjenom, dokazi ukazuju na to da je ta interpretacija pogrešna. Neposredno prije ujedinjenja službenih i swap tržišnih stopa u siječnju 1994. godine, kineski sustav zadržavanja deviznih sredstava bio je toliko izražen da 80% svih deviznih transakcija teče kroz swap tržište, gdje je stopa bila 8,7. Državna alokacija inozemne razmjene, po službenom tečaju od 5,8, činila je preostalih 20% tržišta. Tako je efektivna deprecijacija tečaja, izračunata usporedbom ponderiranog prosjeka swap tržišne stope i službenog tečaja prije ujedinjenja s novom stopom od 8,7 CNY, iznosila 7%.

Drugo, cijene deviza na swap tržištu do trenutka spajanja dviju stopa bile su pretežno određivane na tržištu. Državna intervencija na swap tržištu, koja je bila važna sredinom osamdesetih godina prošlog stoljeća, uspješno je okončana 1988. godine. Do tada je vlada postavljala cijenu na dnevnoj bazi na swap tržištu, a sve transakcije morale su se odvijati po fiksnoj cijeni. No, početkom 1988. godine u Šangaju, najvažnijem tržištu, vlada je uvela Walrasianov aukcijski sustav kako bi odredio cijenu. U ovom sustavu, tržišna klirinška cijena, utvrđena je svakodnevno na aukciji, prije početka trgovanja, i tada su se sve transakcije morale dogoditi po toj cijeni.“⁸

Zaključak da je u siječnju 1994. godine yuan na 8,7 CNY neznatno podcijenjen, ojačan je razvojem na swap tržištu za inozemnu razmjenu 1993. godine. Kako je bilo poznato da vlada planira ujediniti službenu stopu tečaja i swap tržišnu stopu, 1993. godine stopa na swap tržištu značajno je deprecirala. Stopa na swap tržištu u prosjeku je iznosila nešto više od 8 yuana po dolaru u prvom tromjesečju 1993., ali je u lipnju 1993. godine pala na nisku razinu od 10 yuana po dolaru prije nego što se oporavila na prosjek od 8,7 yuana po dolaru u zadnjem kvartalu. To je bio neizbježan rezultat jer su uvoznici, koji su bili u mogućnosti pristupiti devizama po službenom tečaju, ubrzali svoje transakcije, znajući da će u roku od nekoliko mjeseci morati platiti više. S druge strane, za

⁷ Goldstein M. I Lardy N.(2009) *The Future of China's Exchange Rate Policy: Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era* [online]. Washington: Peterson Institute for International Economics, str 6.

Dostupno na: https://piie.com/publications/chapters_preview/4167/01iie4167.pdf [07.06.2019.]

⁸ Goldstein M. I Lardy N.(2009) *The Future of China's Exchange Rate Policy: Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era* [online]. Washington: Peterson Institute for International Economics, str. 6.

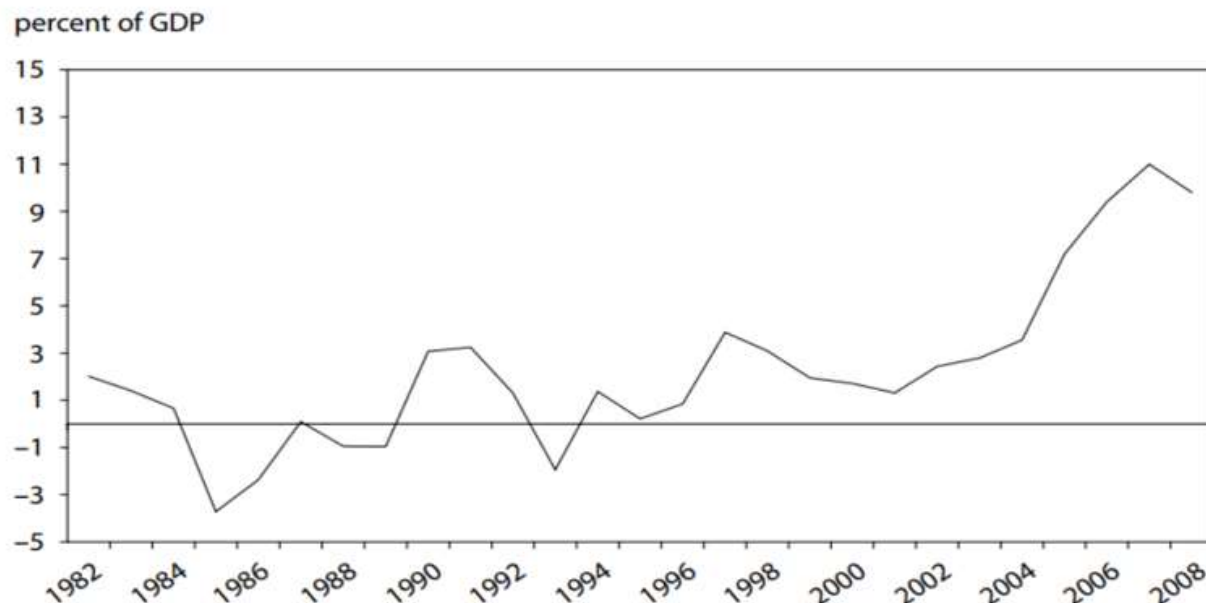
Dostupno na: https://piie.com/publications/chapters_preview/4167/01iie4167.pdf [07.06.2019.]

izvoznike, od kojih se tražilo da predaju svoje devizne zarade, bila bi to mnogo povoljnija stopa. To je glavno objašnjenje zašto je kineska trgovinska bilanca, koja je bila neznatno pozitivna u razdoblju 1990. - 1992. godine, neočekivano bila u relativno velikom deficitu 1993. godine, a zatim se vratila na skroman suficit 1994. godine. „Ako je yuan i bio malo podcijenjen na 8,7 CNY u siječnju 1994. godine, kasniji razvoj događaja približio ga je ravnotežnoj razini. Kao što je već napomenuto, nominalni tečaj prema dolaru aprecio je na 8,3 CNY u roku od 18 mjeseci od ujedinjenja tečaja, a Kina je doista imala visoku inflaciju, najvišu u eri reformi, 1994. godine kada su potrošačke cijene porasle za 24%, a opet u 1995. godini, kada je cijena umjereno porasla, ali je još uvijek bila povišena na 17%. Inflacija viša od prosjeka trgovinskih partnera jednaka je aprecijaciji, jer je zemlju učinila manje konkurentnom na međunarodnim tržištima. Međunarodni monetarni fond je izračunao da je nakon ujedinjenja službenog i swap tržišta, devizni tečaj realnog efektivnog tečaja yuana porastao za 13% u 1994. i dodatnih 5% u 1995. godini.

Treće, kineski saldo na tekućem računu platne bilance u razdoblju 1994. - 1996. godine nije bio daleko od ravnoteže. Slika 1 prikazuje deficit na tekućem računu platne bilance od 2,0% bruto domaćeg proizvoda 1993. godine, nakon kojeg je nastao blagi suficit od 1,4% u 1994. godini, 0,2% u 1995. godini i 0,9 u 1996. godini.“⁹

⁹ Goldstein M. I Lardy N. (2009) *The Future of China's Exchange Rate Policy: Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era* [online]. Washington: Peterson Institute for International Economics, str 7.
Dostupno na: https://piie.com/publications/chapters_preview/4167/01iie4167.pdf [07.06.2019.]

Slika 1: Deficit na tekućem računu platne bilance u razdoblju od 1982. do 2008. godine



Izvor: Goldstein M. I Lardy N.(2010.) *Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era* , Peterson Institute for International Economics

Dostupno na: https://piie.com/publications/chapters_preview/4167/01iie4167.pdf [07.06.2019.]

Četvrto, obujam transakcija na tržištu deviza na nacionalnom tržištu je pao nakon ujedinjenja dvaju stopa, što upućuje da je nova jedinstvena stopa bila blizu ravnotežne. Konačno, ujedinjavanje stope swap tržišta i službenih tečajeva u 1994. godini bilo je popraćeno znatnim smanjenjem deviznih kontrola na transakcijama na tekućem računu, a nakon dvije godine uslijedilo je formalno prelazak na punu konvertibilnost na sve transakcije na tekućem računu. Osim toga, država je ukinula sustav zadržavanja deviznih zarada za domaće tvrtke, umjesto da zahtjeva da prodaju sve svoje devizne zarade bankama, ali što je još važnije, omogućila im je da slobodno kupuju od banaka devize za trgovinske transakcije.¹⁰

U skladu s reformom iz travnja 1994. godine, država je uspostavila kineski trgovinski sustav vanjske trgovine sa sjedištem u Šangaju. Time se započelo s ujedinjenim međubankarskim tržištem u stranoj valuti. Dana 28. studenog 1996. godine, vlada je priopćila da će na snazi od 1. prosinca

¹⁰Goldstein M. I Lardy N.(2009) *The Future of China's Exchange Rate Policy: Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era* [online]. Washington: Peterson Institute for International Economics, str 8.

Dostupno na: https://piie.com/publications/chapters_preview/4167/01iie4167.pdf [07.06.2019.]

odobriti sve zahtjeve za devizama za tekuća plaćanja i transfere. U stvari, Kina je formalno prihvatila obveze iz članka VIII. Međunarodnog monetarnog fonda, što znači da je postigla konvertibilnost svih transakcija na tekućem računu. To je možda bio krajnji pokazatelj da se tečaj približio ravnotežnoj stopi. Vlada je bila uvjerena da bi mogla zadovoljiti sve legitimne zahtjeve za devizama za financiranje uvoza i ostale transakcije na tekućem računu. Prije sredine 1990-ih to bi bilo nemoguće jer je službeni tečaj i dalje bio precijenjen. Za razliku od ranije politike koja je često mijenjala tečaj, kineske vlasti zadržale su valutu čvrsto vezanu za dolar. Međutim, s obzirom na razvoj na međunarodnim financijskim tržištima, kineski realni efektivni tečaj nije bio stabilan. Tijekom azijske financijske krize 1997. - 1998. godine, vrijednost mnogih azijskih valuta u odnosu na američki dolar naglo je pala, a to je bio slučaj i s yuanom. Evolucija tekućeg računa Kine u drugoj polovici 1990-ih i u ranoj fazi sljedećeg desetljeća ukazuje na to da je kineski realni efektivni tečaj ostao razmjerno blizu ravnotežne vrijednosti. Čini se da je stvarni realni efektivni tečaj Kine grubo pratio tečaj ravnoteže od sredine 1990-ih do vrlo ranog dijela sljedećeg desetljeća.

2.3 Novi upravljano fluktuirajući tečajni režim 2005. godine

„21. srpnja 2005. godine, Kina je, nakon gotovo desetljeća primjene, odlučila ukinuti fiksni tečaj yuana naspram dolara. Vlasti su odmah revalvirale domaću valutu te se također odlučile za vezivanje naspram košarice valuta, umjesto dosadašnjeg vezivanja za dolar. Odredili su se uski rasponi fluktuacije u iznosu od $\pm 0.3\%$ u odnosu na američki dolar, te $\pm 1.5\%$ u odnosu na japanski jen i euro. Donesena je odluka o većoj fleksibilnosti tečaja čija će se vrijednost određivati ponudom i potražnjom na tržištu. Nakon srpnja 2005. godine, Kina je dopustila da CNY neprestano aprecira, ali vrlo sporo. Situacija se u ovom slučaju najbolje može opisati kao "upravljano plutanje" - tržišne sile su te koje su odredile kretanje CNY -a, ali je vlada usporila stopu aprecijacije putem intervencije na tržištu.“¹¹ Kina je zaustavila svoju politiku aprecijacije valute oko sredine srpnja 2008. godine uglavnom zbog pada globalne potražnje za kineskim proizvodima koja je posljedica učinka globalne financijske krize. U 2009. godini kineski se izvoz smanjio za 15,9% u odnosu na

¹¹ Goldstein M. i Lardy N. (2009) *The Future of China's Exchange Rate Policy: Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era* [online]. Washington: Peterson Institute for International Economics, str 11. Dostupno na: https://piie.com/publications/chapters_preview/4167/01iie4167.pdf [07.06.2019.]

prethodnu godinu. Kineska vlada izvijestila je da su tisuće izvozno orijentiranih tvornica zatvorene i da je više od 20 milijuna radnika izgubilo radna mjesta u 2009. godini zbog izravnih učinaka globalnog usporavanja ekonomije. Kao odgovor na to, kineska vlada intervenirala je kako bi spriječila daljnje aprecijacija CNY prema dolaru. Tečaj yuana prema dolaru održan je relativno konstantan na 6,83 yuana za jedan američki dolar do oko sredine lipnja 2010. godine.

19. lipnja 2010. godine, kineska središnja banka, Narodna banka Kine (PBC), na temelju trenutnih gospodarskih uvjeta, odlučila je nastaviti s reformom tečajnog režima i povećati fleksibilnost tečaja. Odbačene su velike jednokratne revalvacije, navodeći da je važno izbjeći bilo kakve oštre i masivne fluktuacije, kako bi se kineske korporacije mogle lakše prilagoditi aprecijaciji valute.

Narodna banka Kine je proširila raspon fluktuacije yuana u odnosu na USD što je označilo pomak prema tržišno orijentiranom tečajnom režimu. Tečaj yuana nastavio je od 2010. godine aprecirati prema dolaru te je u siječnju 2014. godine došao do najniže razine u 21. stoljeću. Zatim se do kolovoza 2015. godine i nove reforme tečajnog režima kretao na stabilnoj razini oko stope od 6,2 CNY -a za jedan američki dolar.

2.4 Reforma tečajne politike 2015. godine

Reforma 11. kolovoza 2015. godine bila je slijedeća u nizu od prilagodbi tečajne politike od 2012. godine. Kako bi podržali otvaranje kapitalnog računa i internacionalizaciju yuana vlasti su postupno uvodile fleksibilniji tečajni režim. Kina zadržava fluktuirajući tečajni režim, s tim da tečaj CNY/USD može dnevno fluktuirati unutar trgovinskog raspona oko početnog referentnog tečaja kojeg je odredila središnja banka. Cilj reforme bio je povećati utjecaj tržišta i kretanja ostalih glavnih svjetskih valuta na kineski tečaj.

Namjera najnovije reforme tečajnog režima je mijenjati mehanizam formiranja dnevne referentne CNY/USD stope. Određuje se svakog jutra na temelju zatvaranja sesije spot tečaj na deviznom tržištu prethodnog dana. Kriza povjerenja koju je pokrenula reforma dovela je do većeg porasta odljeva kapitala i veći pritisak na yuan, što je potaknulo Narodnu banku Kine da intervenira na

tržištu kako bi stabilizirala svoju valutu. Reforma predstavlja veliki korak približavanju tečajnog režima ka tržišno orijentiranom tečajnom režimu.¹²

Javne izjave Vijeća ministara Kine omogućuju nam identificirati tri faze yuana od kolovoza 2015. godine. Prva faza je stabilizacija i tranzicija, koja traje od kolovoza 2015. do veljače 2016. godine. Od sredine kolovoza bilateralna stopa prema dolaru pokazala je stabilnost, dok je efektivna stopa yuana fluktuirala. U studenom 2015. godine tečaj yuan/dolar je počeo deprecirati i oštro je pao na početku godine, što je uznemirilo sudionike na tržištu. U siječnju 2016. godine pojavila su se vrlo nestabilna globalna financijska tržišta. Ipak, u vrijeme sastanka G20 u veljači u Šangaju, sudionici na tržištu usredotočeni su na jasnu karakterizaciju mehanizma fiksiranja i započela je nova faza. Druga faza je upravljanje košaricom valuta, koja traje od veljače 2016. do svibnja 2017. godine. Kineski guverner Zhou je naglasio važnost multilateralnih tečajeva, ukazujući na to da bi održavanje stabilnosti košarice valuta bilo ključna točka okvira tečajne politike. S druge strane, analitičari su mogli trgovcima pružiti precizne informacije o fiksiranju tečaja za taj period, što je uzrokovalo da su sudionici na tržištu premjestili svoj fokus na neka druga tržišta upravo zbog te predvidljivosti. Aktualna tečajna politika Kine biti će uvelike određena raspletom trgovinskog sukoba sa Sjedinjenim Američkim Državama.

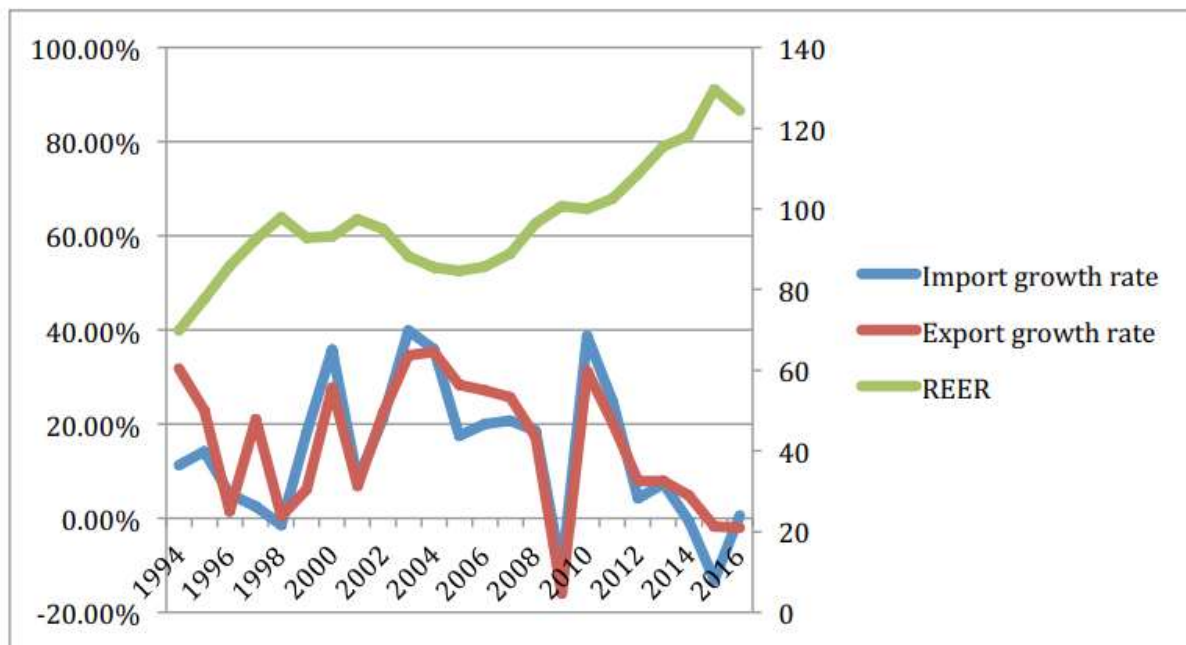
2.5 Utjecaj tečaja na gospodarstvo Kine

Realni efektivni tečaj Kine imao je veliki utjecaj na gospodarstvo Kine. Njegov utjecaj vidi se na uvozu i izvozu Kine, direktnim stranim investicijama i uvozu i izvozu. Kine je prije ulaska u WTO 2001. godine bila na 32. mjestu po vrijednosti izvoza i uvoza, dok danas zauzima prvo mjesto. Iz Slike 2 koja prikazuje razine uvoza i izvoza o odnosu na realnu efektivnu tečajnu stopu u razdobljima najvećeg rasta i promjena u uvozu i izvozu Kine, možemo vidjeti da realni efektivni tečaj yuana raste, ali stopa rasta uvoza i izvoza imaju veću volatilnost. Nakon 1997. godine, trend stope rasta izvoza i stope rasta uvoza je isti. Rast realnog efektivnog tečaja uzrokuje smanjenje uvoza i izvoza. „Od transformacije režima tečaja 2005. godine stopa yuana kontinuirano raste od 2005. do 2009. godine; stopa realnog efektivnog tečaja povećana je od 84,65 do 100,73. U pet

¹² BNP Paribas (2016.), *China A New Exchange Rate Policy* [online]. Paris: BNP. Dostupno na: <https://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=27056> [10.06.2019]

godina realni efektivni tečaj porastao je za 18,95%. Rast stope uvoza od 2005. do 2009.godine smanjio se za 28,2%. Stopa rasta izvoza smanjila se za 44,4%.¹³

Slika 2: Stopa rasta uvoza, izvoza i realnog efektivnog tečaja u razdoblju od 1994. do 2016. godine



1994-2016 export, import growth rate and real effective exchange rate

Izvor: Fu, Q. (2017). *How the Changes in Exchange Rate Affect the Chinese Economic Growth*. [online] Lund: Lund University. Dostupno na: <http://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=8915422&fileId=8915428> [10.06.2019]

„Od 1995. godine izravna strana ulaganja sve više rastu. Možemo reći i da izravna strana ulaganja pomažu da kinesko gospodarstvo raste kontinuirano i stabilno. Nakon 2005. godine i promjene tečajnog režima, do 2008. godine, izravna strana ulaganja su porasla vrlo brzo. U odnosu na kontinuirani visoki rast do 2007. godine, u 2008. godini stopa rasta izravnih stranih ulaganja je 23,58%. U 2008. godini, kako bi se smanjio gubitak od financijske krize, kapital se vratio u zemlju.

¹³ Fu, Q. (2017). *How the Changes in Exchange Rate Affect the Chinese Economic Growth*. [online] Lund: Lund University, str.23. Dostupno na: <http://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=8915422&fileId=8915428> [10.06.2019]

To je glavni razlog zašto postoji primjetan pad u 2009. godini u izravnim stranim ulaganjima. U 2010. godini izravna strana ulaganja bila su veća od vrhunca prije financijskih kriza. Nakon toga, rast je relativno stabilan. Trend izravnih stranih ulaganja i realnog efektivnog tečaja su suprotni. Kada realni efektivni tečaj raste, stopa rasta izravnih stranih ulaganja se smanjuje.“¹⁴

Kao što je prikazano u Tablici 1 BDP Kine konstantno raste u periodu između 1995 i 2018. godine. BDP Kine je u 2018. godini iznosio 13.605,18 milijardi dolara što je ujedno i najveći BDP u njezinoj povijesti. Zbog raznih poremećaja u svjetskoj i kineskoj ekonomiji stopa rasta BDP-a nije konstantna. U 2018. godini stopa rasta BDP-a iznosila je 6,6%, a najviša stopa u novijoj povijesti zabilježena je 2017. godine u iznosu od 14,2%. Ono što se može uočiti iz tablice jest da je stopa rasta BDP-a obrnuto proporcionalna realnom efektivnom tečaju yuana.

¹⁴ Fu, Q. (2017). *How the Changes in Exchange Rate Affect the Chinese Economic Growth*. [online] Lund: Lund University, str. 25. Dostupno na: <http://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=8915422&fileId=8915428> [10.06.2019]

Tablica 1: BDP, stopa rasta BDP-a i tečaj yuana u odnosu na dolar

Godina	BDP u USD (mlrd.)	Stopa rasta BDP	Tečaj yuana u odnosu na dolar
2018	13.605,18	6,6	6,6174
2017	12.156,08	6,8	6,7518
2016	11.194,69	6,7	6,6423
2015	11.063,07	6,9	6,2284
2014	10.483,40	7,3	6,1428
2013	9.611,26	7,8	6,1932
2012	8.560,28	7,9	6,3125
2011	7.575,72	9,5	6,4588
2010	6.101,34	10,6	6,7695
2009	5.110,25	9,4	6,831
2008	4.600,59	9,7	6,9451
2007	3.553,82	14,2	7,604
2006	2.752,68	12,7	7,9718
2005	2.286,69	11,4	8,1917
2004	1.955,35	10,1	8,27688
2003	1.660,29	10,0	8,277
2002	1.470,55	9,1	8,277
2001	1.339,41	8,3	8,277
2000	1,211.35	8,5	8,2784
1999	1,094.00	7,7	8,2783
1998	1,029.04	7,8	8,2791
1997	961.60	9,2	8,2898
1996	863.75	9,9	8,3142
1995	734.52	11,0	8,351

Izvor: International Monetary Fund (2018.). Dostupno na: <https://www.imf.org/external/index.htm>

[09.06.2019]

2.6 Devizne rezerve Kine u razdoblju od 1995. do 2018. godine

U otvorenom gospodarstvu, devizne rezerve su važan indeks koji procjenjuje vanjske ekonomske odnose zemlje u smislu izvoza i priljeva kapitala. Ove rezerve rezultat su djelovanja makroekonomije i mogu poslužiti kao alat za prilagodbu makroekonomije. Rezerve utječu na mnoge čimbenike u makroekonomiji.

Devizne rezerve u Kini slijedile su određeni razvojni proces. Prije 1992. godine Narodna banka Kine sama je svojom politikom onemogućavala posjedovanje adekvatnih deviznih rezervi stoga treba napomenuti da je u razdobljima prije 21. stoljeća i velikog porasta kineskog gospodarstva razina deviznih rezervi bila zanemariva u odnosu na današnje vrijednosti. Godine 1992. Kina je izvršila prilagodbu korištene metode za procjenu deviznih rezervi. Ova prilagodba uspostavila je novi statistički standard, koji postavlja nacionalnu deviznu ravnotežu kao glavni prioritet ukupnih deviznih rezervi. Kao što je već spomenuto, prije 1994. godine službena razmjena yuana na američke dolare bila je približno 4 : 1, dok je na otvorenom tržištu bila oko 8 : 1. Godine 1994. Kina je ujedinila dvojni tečaj u upravljano plutajući tečaj koji se određuje na temelju tržišne potražnje i ponude i time osigurala stabilnost yuana dugo vremena. U prosincu 1996. godine, yuan je postao zamjenjiv s drugim stranim valutama i dopušteno je privatnim tvrtkama i pojedincima da posluju izravno sa inozemstvom. Od tog događaja, sposobnost upravljanja platnom bilancom je ojačala i iznos deviznih pričuva se povećao. Svaki put kada postoji višak stavki kapitala, taj višak postaje jedan od glavnih čimbenika koji uzrokuju kontinuirani rast deviznih rezervi.¹⁵ Generalno tijekom 1990-ih i 2000-ih Kina je brzo rasla i postala važna trgovinska sila s visokom stopom domaće štednje te stoga te štednje mora usmjeriti prema nekim kombinacijama domaćih ulaganja (stambenih ili kapitalnih dobara) ili akumulacije deviznih rezervi. U slučaju Kine štednja je stvorila veliki suficit na tekućem računu i odgovarajući deficit kapitalnog računa koji je pridonio akumulaciji deviznih rezervi. Kineske bi tvrtke prodale robe i usluge u inozemstvu u zamjenu za stranu valutu, a zatim prodali tu stranu valutu za yuane preko kineskog bankarskog sustava. Narodna banka Kine bi tada kupila devize s tim yuanimi iz banaka i koristila te devize za kupnju međunarodnih i korporativnih obveznica, koje bi se držale kao devizne rezerve. Akumulacija inozemne aktive je prirodna posljedica suficita tekućeg računa. Devizne rezerve pokazuju i prednosti i nedostatke u odnosu na druge oblike imovine. Glavni nedostatak je to što plaćaju relativno nisku stopu povrata jer se gotovo u cijelosti sastoje od vrlo sigurnog državnog duga i korporativnih obveznica visoke kvalitete. S druge strane, devizne rezerve su vrlo likvidne i vlada ima izravnu kontrolu nad njima, dopuštajući im da se koriste po svom nahođenju, u slučaju iznenadne potrebe, kao što je odgovor na prirodne katastrofe ili domaću financijsku krizu. Ova

¹⁵ Zeng, S. (2012). *Study on Chinese foreign exchange reserves* [online]. London: Journal of Applied Finance and Banking. Str 30.-31. Dostupno na: http://www.scienpress.com/Upload/JAFB/Vol%202_1_2.pdf [12.06.2019]

obilježja dopuštaju vlastima koristiti devizne rezerve za obranu domaće valute od špekulativnog napada ili dokapitalizaciju domaćeg bankarskog sustava u slučaju financijske krize. Azijska valutna kriza iz 1997. godine mogla je potaknuti kineske vlasti na to da se ozbiljno pripremi za novu financijsku krizu.

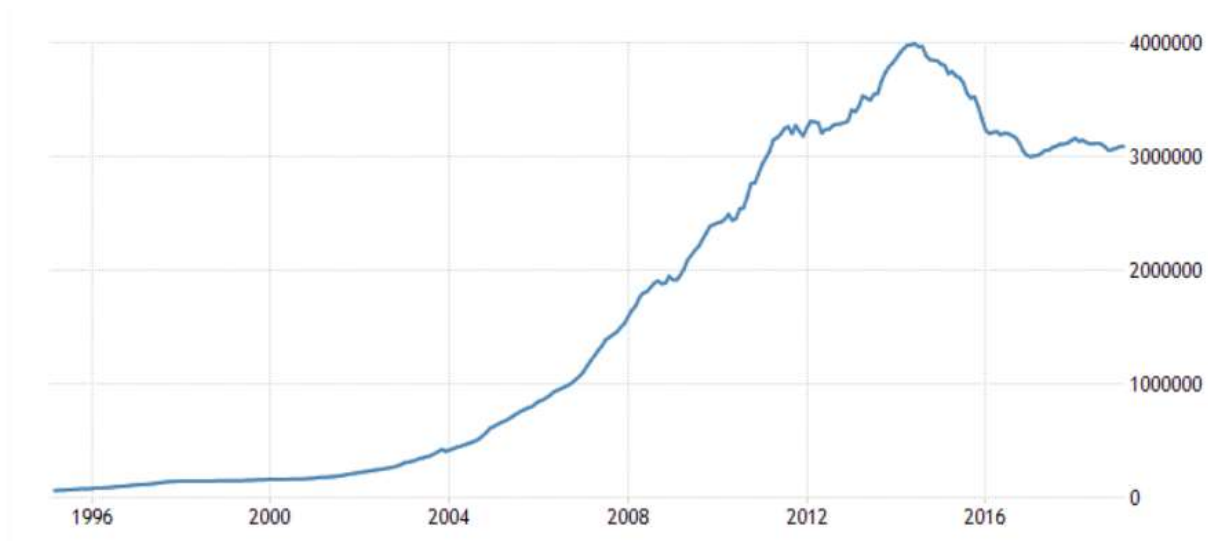
Kineske sve veće devizne rezerve ne samo da pokazuju njezinu ukupnu ekonomsku snagu koja je narasla, nego su također uzrokovale unutarnji i vanjski pritisak. Interno, državni dugovi rastu zbog službenih operacija sterilizacije neto priljeva kapitala i raste inflatorni pritisak. Eksterno, Kina se suočava s pojačanim pritiskom za brzom aprecijacijom svoje valute. Strane devizne rezerve imaju implikacije za izazivanje neravnoteže u zemljama.

Pad u predviđenom realnom rastu kineske ekonomije nakon globalne financijske krize 2008. - 2009. godine prirodno je smanjio prognoze za kamatne stope i potražnju za yuanom. Rast kineskih deviznih rezervi prvo se usporio u razdoblju 2012. - 2013. godine. Najveća vrijednost kineskih deviznih rezervi zabilježena je u lipnju 2014. godine u iznosu od 3.993.212,72 milijuna dolara, nakon čega slijedi pad deviznih rezervi. Od lipnja 2014. godine, PBOC prodaje dolare i kupuje yuan kako bi održala vrijednost domaće valute. Ove devizne prodaje smanjile su značajno kineske devizne rezerve - pad od 800 milijardi dolara od lipnja 2014. do lipnja 2016. godine. Vjerojatno je da kineske devizne rezerve opadaju od lipnja 2014. godine jer je povećana relativna potražnja za inozemnom aktivom a smanjena potražnja za yuanom, kao rezultat kineskih tvrtki koje vraćaju inozemni dug i kineskih stanovnika koji žele zadržati stranu imovinu. Od kolovoza 2015. godine rezerve su pale manje od očekivanog. Postoji nekoliko mogućih objašnjenja: 1) Kina prikazuje pad deviznih rezervi manje od očekivanog, kako bi zadržala povjerenje u monetarnu politiku. 2) Kina uključuje yuane koje drži kao devizne rezerve (struktura kineskih deviznih rezervi je tajna, pa to možemo samo pretpostaviti). 3) Kina koristi izvedenice kako bi podržala svoju valutu. 4) rezerve su se smanjile relativno malo, jer kineske kontrole kapitala mogu biti učinkovitije od očekivanja.¹⁶

Unutar zadnje dvije godine devizne rezerve Kine bilježe značajan pad što je uglavnom uzrokovano usporavanjem njihove ekonomije i napetim trgovinskim odnosima sa Sjedinjenim Američkim Državama čega će se rad dotaknuti detaljnije u slijedećim poglavljima.

¹⁶ Neely, C. J. (2017). *Chinese Foreign Exchange Reserves, Policy Choices, and the US Economy* [online]. St.Louis: .Federal Reserve Bank of St.Louis, str. 12.-14. Dostupno na: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/wp/2017/2017-001.pdf> [10.06.2019]

Graf 1: Devizne rezerve Kine u razdoblju od 1990. do 2018. godine



Izvor: <https://tradingeconomics.com/china/foreign-exchange-reserves> [14.06.2019]

3 Tečajna politika Sjedinjenih Američkih Država u razdoblju od 1944. do 2018. godine

3.1 Tečajna politika Sjedinjenih Američkih Država za vrijeme Bretton Woods sustava

Tijekom razdoblja Bretton Woodsa, stanje platne bilance, gubici zlata i problemi deviznog tečaja imali su malo utjecaja na monetarnu politiku Federalnih rezervi, čak i nakon 1958. godine kada su takva pitanja postala kritična. Federalne rezerve su mogle u velikoj mjeri zanemariti međunarodne razloge za brigu jer je američka Riznica uvela određeni broj privremenih mjera kao što su zlatni fond, opći sporazum o posuđivanju, ograničenja kapitala, sterilizirane devizne operacije. Cilj je bio podupirati dolar i Bretton Woods. Sve to je pružilo slobodu politici Federalnih rezervi da se usredotoče na domaće ciljeve i tako je odgovornost za međunarodne događaje prebacila na Riznicu. Uklanjanjem pritiska međunarodne zajednice, olakšano je Federalnim rezervama da nastave s politikom inflacije kasnih 1960-ih i 1970-ih što je rezultiralo konačnici sa uništenim Bretton Woods sustavom. Na kraju, upravo su privremene mjere Riznice koje su nabrojane pridonijele smrti Bretton Woods sustava.

Sustav Bretton Woods zamišljen je kao kooperativni internacionalni monetarni dogovor koji bi potaknuo stabilnost tečaja, ali bi ipak dopustio zemljama slijediti ključne domaće gospodarske ciljeve, osobito punu zaposlenost. Sporazum odražava temeljne lekcije iz međuratnih godina: iako su fiksni tečajevi poželjni za promicanje međunarodne trgovine, zemlje na taj način ne bi mogle upravljati i ispunjavati ciljeve poput pune zaposlenosti, gospodarskog rasta ili stabilnosti cijena. Domaća ekonomska stabilnost postala je preduvjet za međunarodnu suradnju i fiksiranje tečaja. U Sjedinjenim Američkim Državama, ovaj poredak političkih preferencija dolazi do izražaja u Zakonu o zapošljavanju iz 1946. godine, koji je zahtijevao od savezne vlade da iskoristi sve resurse kako bi ostvarila punu zaposlenost. Zakon o zapošljavanju, naravno, nije spriječio tvorce politike SAD-a da se posveti ciljevima koje se odnose na stabilnost cijena i vanjske ekonomske ciljeve, ali su jasno naznačeni prioriteti američke politike za doba Bretton Woodsa.¹⁷Osnovna struktura

¹⁷ Bordo, M. D., i Humpage, O. F. (2014). *Federal Reserve Policy and Bretton Woods* [online] Cambridge: National Bureau of Economic Research, str. 2. Dostupno na: <https://www.dallasfed.org/-/media/documents/institute/wpapers/2014/0206.pdf> [10.06.2019]

sustava Bretton Woods također je pokušala otkloniti potencijalni sukob između unutarnje i vanjske ravnoteže među zemljama članicama. Zemlje su utvrdile fiksne paritetne vrijednosti za svoje valute. Sjedinjene Države vezale su dolar na zlato i obećale kupiti i prodati zlato slobodno za 35 dolara po unci od stranih monetarnih vlasti. Druge velike razvijene zemlje svoje su valute vezale za dolar, obećavajući zadržati svoje tečajeve unutar raspona od 1% oko tog središnjeg tečaja interveniranjem u dolarima.¹⁸ Kada se suoče s prolaznim problemima platne bilance, zemlje s nedovoljnim rezervama mogli bi se zaduživati od novoosnovanog Međunarodnog monetarnog fonda (MMF) i mogle bi nametnuti ograničenja kapitala umjesto da brzo uvedu deflatorne makroekonomske politike ili prerano mijenjaju njihove paritetne vrijednosti. Međutim, ako i dalje postoje poteškoće s platnim bilancama, zemlje bi trebale izvršiti odgovarajuće prilagodbe svoje monetarne i fiskalne politike. Drugi svjetski rat ozbiljno je oštetio gospodarski kapacitet u Europi i Japanu. Ratne zemlje ugledale su se na Sjedinjene Američke Države, koje su u to vrijeme proizvodile preko polovine svjetske proizvodnje. To je stvorilo veliku potražnju za dolarima, ali je rat također iscrpio većinu zaliha zaraćenih strana. Zlato je dolazilo u Sjedinjene Američke Države prije i za vrijeme rata, a na kraju rata Sjedinjene Američke Države su držale 71% svjetskih zaliha monetarnog zlata. Štoviše, uz službenu cijenu zlata koja je određena predratnom vrijednošću, naknadna inflacija dovela je do toga da je realna cijena zlata preniska da bi izazvala dostatnu ponudu. Povjerenje u sustav Bretton Woodsa - posebno dolarsku cijenu zlata - počelo je padati ubrzo nakon što su europske valute postale konvertibilne. Od početka djelovanja sustava Bretton Woods, Sjedinjene Američke Države pružile su potrebnu likvidnost dolara kroz njezin deficit platne bilance. Sam taj čin pružanja likvidnosti dolara kako bi se udovoljilo potrebama za rezervama ugrozila je održivost sustava Bretton Woods, jer Sjedinjene Američke Države nisu mogle ispunjavati svoju obvezu slobodnog pretvaranja dolara u zlato. Službena cijena dolara za zlato izgubila je svoju vrijednost. U kolovozu 1960. godine, ukupne nepodmirene obveze u dolarima počele su premašivati zlatne zalihe SAD-a do prosinca 1965. godine, preostali dugovi u dolarima službenih institucija, institucija koje bi ih mogle izravno zamijeniti, premašile su zlatne zalihe SAD-a. Neke središnje banke "ne žele osramotiti američke vlasti" pa kupuju zlato na tržištu u Londonu umjesto izravno iz američke riznice. „U kolovozu 1960. godine privatna potražnja za zlatom je porasla i počela dizati cijene znatno iznad iznosa od 35,0875 dolara koje je američka

¹⁸ Meltzer, A. H. (1991). *US policy in the Bretton Woods era* [online]. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, str. 54-83. Dostupno na: <https://pdfs.semanticscholar.org/a5eb/a993b9dbd8ab4f82e7d651b388112afee53c.pdf> [16.06.2019]

riznica tada ponudila stranim središnjim bankama. 20. listopada 1960. godine cijena zlata u Londonu porasla je znatno iznad 35 dolara po unci. Kratko je dosegla čak 40,50 USD po unci. Engleska banka uz pomoć SAD-a počinje opskrbljivati zlato te uspijeva spustiti cijenu zlata na stabilno kretanje između 35,35 i 36,50 dolara za ostatak godine. Točka izvoza zlata u SAD-u iznosila je 35,20 dolara. 1961. godine i druge monetarne vlasti su utvrdili prijetnje koju predstavlja to što Federalne rezerve nisu vjerodostojno obvezale na održavanje stabilnosti cijena. Ako je monetarna politika SAD-a utvrdila kupovnu moć dolara, tada bi zahtjevi stranih zemlja za međunarodnom likvidnošću utvrdili njihovu rezervnu akumulaciju. Njihove rezerve ne bi predstavljale prijetnju zalihama zlata u SAD-u. Inflacija u SAD-u se ubrzala nakon 1965. do 1970. godine, strane središnje banke, zbog obrane svojih pariteta počele su akumulirati količine američkih dolara. Obveze SAD-a su se tijekom šezdesetih povećale za 5,5 milijardi dolara, a povećale su se još i za 55,4 milijarde dolara samo između prosinca 1969. i ožujka 1973. godine američka je inflacija učinila nagrizajuću situaciju mnogo gorom.“¹⁹

Možda najvažnije, zasigurno najdugotrajnije i naposljetku najkontraverznije vlada SAD-a i Federalne rezerve usvojile su početkom 1960-ih kako bi odgodile gubitke zlata u SAD-u i zadržale povjerenje u dolar su intervencije na deviznom tržištu. Federalne rezerve, uvijek djelujući u suradnji s Riznicom, bavile su se različitim vrstama transakcija, ali glavne su im operacije bile usmjerene na zaustavljanje gubitka zlata kroz valutne swapove. Zato što su Federalne Rezerve rutinski sterilizirali te transakcije, swap operacije nisu utjecale na okvire monetarne politike. Kao i kapitalna ograničenja i drugi administrativni programi, te operacije razmjene s inozemstvom - u mjeri u kojoj su bile učinkovite - dale su monetarnoj politici više slobode slijediti domaće ciljeve. U ožujku 1961. godine, Fond za stabilizaciju trezora SAD-a (ESF), sa saveznom bankom federalnih rezervi New Yorka, koja je djelovala kao njezin agent, počele su intervenirati na deviznom tržištu prvi put od 1939. godine.

Prema istraživanju Bordo i Humpagea, početne operacije Riznice sastojale su se prvenstveno od terminske prodaje njemačkih maraka, švicarskih franaka, nizozemskog guldena i talijanskih lira namijenjenih smanjenju terminske premije na te valute u odnosu na dolar. Operacije Riznice bile su uspješne i profitabilne ali nedostatak sredstava ozbiljno je ograničio sposobnost ESF-a da

¹⁹ Bordo, M. D., i Humpage, O. F. (2014). *Federal Reserve Policy and Bretton Woods* [online] Cambridge: National Bureau of Economic Research, str. 5. Dostupno na: <https://www.dallasfed.org/-/media/documents/institute/wpapers/2014/0206.pdf> [10.06.2019]

uspostavi širi raspon obrane dolara. U ožujku 1962. godine, Federalne rezerve su uspostavile svoju prvu swap zamjenu sa Središnjom bankom Francuske. Do kraja te godine, Federalne rezerve su uspostavile linije sa središnjim bankama u devet ključnih zemalja: Austrija, Belgija, Kanada, Francuska, Njemačka, Italija, Nizozemska, Švicarska i Ujedinjeno Kraljevstvo. Sveukupno, linije su dale ekvivalent do 900 milijuna dolara u stranoj valuti razmjena. Mreža je nastavila rasti i evoluirala je iz malog, vrlo kratkoročnog kredita 1962. godine do velikog srednjoročnog u kolovozu 1971. godine i napuštanja Bretton Woods sustava. Do tada je swap mreža iznosila 11,2 milijarde USD u strane valute i uključivala 14 središnjih banaka. Tijekom godina, pojam tipične swap zamjene također se povećao s izvorna tri mjeseca do šest mjeseci. Širenje swap linija bilo je prirodna posljedica zbog rastuće prijetnje zaliha zlata u SAD-u i rastućeg opsega međunarodnih zaliha. Federalne rezerve su iskoristile svoju swap mrežu kako bi privremeno osigurao pokriće središnjim bankama, držeći neželjene bilance u dolarima. Između 1962. i zatvaranja zlatnog sustava u SAD-u 1971, Federalne rezerve pozajmile su 11,5 milijardi dolara kroz swapove prvenstveno u tu svrhu.²⁰ Federalne rezerve su zatim prodale novostečenu devizu natrag u istu središnju banku zbog neželjenih dolara. Ovaj skup transakcija - swap plus akvizicija dolara - ostavila je stranoj središnjoj banci isti iznos dolara kao i prije operacije swap-a. No sada su dolari koje su držale strane središnje banke pokriveni u odnosu na valutni rizik. Budući da su swapovi dospijevali za tri mjeseca, Federalne rezerve su brzo potražile mogućnosti za financiranje njihove otplate. FOMC je, međutim, onemogućio deviznu razmjenu ukoliko se na tržištu se trguje iznad nominalne vrijednosti. Kada Federalne rezerve nisu mogle steći devize na tržištu, imale su tri opcije: FOMC je mogao kupiti više vremena zaokretanjem swapova. Alternativno moglo bi se kupiti potrebna sredstva izvan tržišta od središnje banke koja je bila spremna steći dodatne dolare. Ako te opcije ne uspiju, Federalne rezerve bi mogle kupiti devize od trezora SAD-a, koji je 1961. godine obećao da će podržati swap operacije Federalnih rezervi. Ako Riznica trenutno nije imala potrebnu količinu deviza, prodavala bi posebnu valutu potvrde - kasnije Roosa obveznice - ili zlato za stjecanje potrebnih sredstava ili ih posudila od MMF-a. Sve u svemu, swap linije Federalnih rezervi često su uspjele spriječiti zemlje od pretvaranje privremenih priljeva neželjenih rezervi dolara u monetarno zlato u SAD-u. Nakon toga Riznica je financirala većinu otplata swapa

²⁰ Bordo, M. D., i Humpage, O. F. (2014). *Federal Reserve Policy and Bretton Woods* [online] Cambridge: National Bureau of Economic Research, str. 9. Dostupno na: <https://www.dallasfed.org/-/media/documents/institute/wpapers/2014/0206.pdf> [10.06.2019]

Federalnih rezervi putem prodaje imovine. U svakom slučaju, operacije nisu jasno razlikovale privremena kretanja dolara i ona koja se odražavaju na temeljnu platnu bilancu SAD-a. Kao posljedica toga, one nisu spriječile, već nedvojbeno pogoršale problem.

Veliku ulogu u raspadu Bretton Woodsa imala je i inflacija. Čak i ako su sudionici FOMC-a i dalje zabrinuti zbog manjka platne bilance, njihova se zabrinutost skrivala iza fokusa na inflaciju. Sudionici FOMC-a fokusirali bi se prije svega na relativnu važnost inflacije i ciljeve pune zaposlenosti. Godine 1965. FOMC je sve više navodio inflatorne pritiske kao opravdanje za svoje akcije na deviznom tržištu. Velika inflacijska era je naposljetku i oštetila kredibilitet Federalnih rezervi. U listopadu 1966. godine pooštavanje kreditnih uvjeta ugrozilo je gospodarski rast, FOMC je usvojio “manje čvrsto” stajalište za monetarnu politiku. Početkom 1967. godine monetarna politika se usmjerila na ublažavanje uvjeta za domaće kredite, komplementarnim promjenama u operacijama na otvorenom tržištu, obveznim pričuvama i diskontnom stopom. Neto slobodne rezerve ponovno su postale pozitivne i kamatne stope su pale. „To razdoblje završilo je 18. studenog 1967. godine, kada je britanska vlada devalvirala funtu za 14,3%, a Engleska Središnja banka povećala je diskontnu stopu na 8% - najviša razina u 58 godina. Od 1962. godine, SAD-ove devizne operacije pružale su snažnu potporu funti. Američki političari bojali su se da bi druge zemlje mogle slijediti devalvaciju funte. Tada bi se špekulativni pritisak mogao usredotočiti na dolar i ozbiljno potkopati, možda i uništiti kredibilitet u Brettonu Woods sustavu. Kako bi se smanjili potencijalni učinci prelijevanja na dolar, Federalne rezerve 19. studenog 1967. godine povećala su diskontnu stopu na 4,5% i pooštrila obvezne rezerve 27. prosinca 1967. godine. Neto slobodne pričuve počele su se smanjivati i stopa saveznih sredstava je povećana.“²¹

1968. godine inflacija se ubrzala i inflatorna psihologija je postajala ugrađena u odlučivanju za ključne sektore gospodarstva. To je uključivalo i sektor trgovanja robom. Iste godine američka je inflacija premašila stopu od deset najvećih trgovinskih partnera SAD-a za gotovo cijeli postotni bod. Općenito, od Drugog svjetskog rata, američka je inflacija ostala ispod inflacije u drugim ključnim razvijenim zemljama. Inflacija je utjecala na trgovinsku bilancu koja je bila ključna pozitivna komponenta u platnoj bilanci SAD-a. S porastom inflacije i slabljenjem trgovinske bilance, monetarna politika nije se suočila sa sukobom između domaćih i međunarodnih ciljeva

²¹ Pauls, B. D. (1990). *US exchange rate policy: Bretton Woods to present* [online]. Washington: The Federal Reserves Bulletin, str. 896. Dostupno na: https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/pages/1990-1994/32648_1990-1994.pdf [15.06.2019]

politike. Tijekom 1969. godine Federalne rezerve prešle su na vrlo restriktivnu monetarnu politiku u pokušaju da se zaustavi duboko ukorijenjena očekivanja od nastavka inflacije.²²

„Do sredine godine postale su neto slobodne rezerve dramatično negativne i Federalni rezerve su morale povećati diskontnu stopu 4. travnja 1969. godine na 6,5%. U svakom slučaju, inflacija se ubrzala tijekom 1969. godine i bila je iznad 6% na kraju godine.“²³ Politika Federalnih rezervi od 1965. do 1969. godine bila je očigledan neuspjeh jer ga se FOMC nije dovoljno dugo držao.

Međutim, krajem 1969. godine gospodarska aktivnost je dostigla vrhunac. Sjedinjene Američke Države su tada djelovale ispod potencijala, barem do početka 1972. godine, ali je inflacija ostala relativno visoka. Konvencionalne monetarne i fiskalne politike mogle su učiniti vrlo malo da se spriječi troškovna inflacija bez prisiljavanja gospodarstva na dugotrajnu recesiju. „Njihova prava uloga bila je zadržati potencijalni ekonomski rast, dok se politika dohotka bavila inflacijom troškova. Iako se gospodarstvo oporavilo i nastavilo rasti 1971. godine, ostalo je ispod potencijala. Inflacija je nastavila padati, ali je na kraju godine dosegla samo 3,3%. Činilo se da se FOMC oslobađa odgovornosti jer razvoj događaja u prvih 7 mjeseci 1971. godine sve je više donosio pitanje jesu li samo konvencionalne monetarne i fiskalne politike bile adekvatne za borbu protiv inflacije troškova i pogoršanja u platnoj bilanci SAD-a, dok se u isto to vrijeme nastavilo promicanje snažnijeg oporavka u domaćem gospodarstvu.“²⁴

FOMC se opredijelio za ekonomski rast, a u monetarnoj politici iz 1971. godine poticao se daljnji značajan rast rezervi banaka, ponude novca i bankovnih kredita u svrhu poticanja gospodarskog rasta. „Do ljeta 1971. godine špekulanti su prebacivali sredstva iz dolara u američko zlato, Federalne rezerve su stoga 16. srpnja podigle diskontnu stopu s 4,75% na 5%, a 15. kolovoza 1971. godine predsjednik Nixon zatvorio je takozvani zlatni prozor. U početku se činilo da su Federalne rezerve zadržale donekle čvršći ton monetarne politike koji je usvojen u srpnju, ali je ponovno ublažen u listopadu. Federalne rezerve su zatim smanjile svoju diskontnu stopu na 4,75% u

²² Meltzer, A. H. (1991). *US policy in the Bretton Woods era* [online]. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, str. 54-83. Dostupno na:

<https://pdfs.semanticscholar.org/a5eb/a993b9dbd8ab4f82e7d651b388112afee53c.pdf> [16.06.2019]

²³ Bordo, M. D., i Humpage, O. F. (2014). *Federal Reserve Policy and Bretton Woods* [online]. Cambridge: National Bureau of Economic Research, str. 18. Dostupno na: <https://www.dallasfed.org/-/media/documents/institute/wpapers/2014/0206.pdf> [10.06.2019]

²⁴ Pauls, B. D. (1990). *US exchange rate policy: Bretton Woods to present* [online]. Washington: The Federal Reserves Bulletin, str. 898. Dostupno na: https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/pages/1990-1994/32648_1990-1994.pdf [15.06.2019]

studenom 1971. godine i ponovno na 4,7% u prosincu 1971. godine. Na sastanku u Smithsonianu 17. i 18. prosinca 1971. godine Sjedinjene Američke Države devalvirale su dolar u odnosu na zlato za oko 8,5% na 38 dolara po unci. Ostale su zemlje također revalorizirale njihove valute u odnosu na dolar, donoseći ukupnu deprecijaciju dolara na 10,7% prema ključnim stranim valutama. No, Smithsonianski sporazum donio je malo toga za obnovu povjerenja u Bretton Woodsu. Tijekom 1972. godine špekulanti, koji su vidjeli da je devalvacija premala, potaknuli su mnoge europske valute da primjenjuju najširi dopušteni raspon njihove valute. Odražavajući kontinuiranu neizvjesnost, cijene zlata dosegle su 60 dolara po unci do sredine 1972. godine, što je bilo znatno iznad nove službene cijene.²⁵ Monetarna politika SAD-a nije mnogo doprinijela izgradnji povjerenja u Bretton Woodsu nakon devalvacije. Iako je potvrđena praktički odmah nakon Smithsonianskog sporazuma, monetarna politika SAD-a ponovno se ublažila u rujnu 1972. godine. Godine 1972., strane središnje banke akumulirale su velike količine neželjenih dolara braneći paritetne vrijednosti svojih valuta. Pri tome su još i poticali inflatorne pritiske.

„Razine cijena u stranim zemljama G10 povećale su se u prosjeku za 7,7%. Inflacija u SAD-u, iako je bila niža od prosjeka G10, počela je naglo rasti. Strane središnje banke pokušajima da se pooštre monetarne politike samo su poticale priljev kapitala. Mnoge zemlje sve više su pokušavale usvojiti ili ojačati svoja ograničenja kapitala. Dana 12. veljače 1973. godine sva devizna tržišta u Europi i Japanu su zatvorena, a cijene zlata kreću se oko 90 USD po unci. Sjedinjene Američke Države devalvirale su tada dolar za dodatnih 10% na 42 dolara po unci. Kada tržišta ponovno otvore špekulacije protiv dolara oni koji drže dolar i za njega su vezani ne žele ponovno biti zatečeni. U roku od mjesec dana gotovo sve glavne valute su plutale u odnosu na dolar. Sustav Bretton Woods je završio. Ekonomski rast, potpuna zaposlenost i stabilnost cijena sada su dobile prednost pred fiksnim tečajem.“²⁶

²⁵ Pauls, B. D. (1990). *US exchange rate policy: Bretton Woods to present* [online]. Washington: The Federal Reserves Bulletin, str. 897. Dostupno na: https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/pages/1990-1994/32648_1990-1994.pdf [15.06.2019]

²⁶ Bordo, M. D., i Humpage, O. F. (2014). *Federal Reserve Policy and Bretton Woods* [online] Cambridge: National Bureau of Economic Research, str. 20. Dostupno na: <https://www.dallasfed.org/-/media/documents/institute/wpapers/2014/0206.pdf> [10.06.2019]

3.2 Tečajna politika Sjedinjenih Američkih Država nakon raspada Bretton Woodsa

U početku je prelazak na plutajući tečaj bilo privremeno sredstvo suočavanja sa špekulativnim pritiscima, a ne trajno obilježje međunarodnog monetarnog sustava. U raspravama G-20, sustav Bretton Woods još se smatrao kao "normalan" režim, i "zadatak monetarne reforme je bio promatran kao jedan od načina poboljšanja sustava Bretton Woodsa kako bi funkcionirao bez čestih kriza, i na simetričniji način "nego prije", te kako bi se olakšalo nastavak širenja međunarodne trgovine i tokovi proizvodnog kapitala. Iako neka pitanja nikada nisu bila u potpunosti riješena, skup zemalja u G-20 je imao cilj uvesti reformirani monetarni sustav putem svoga nacrtu za Monetarnu reformu izdanu u lipnju 1974. godine. „Sustav je imao pet značajki:

- Tečajni režim koji se temelji na stabilnosti, ali podesive nominalne vrijednosti. To bi uključivalo pravo na fluktuaciju u određenim situacijama uz odobrenje MMF-a
- Veća simetrija u prilagodbama platne bilance. Prema starom sustavu, zemlja u deficitu koja je gubila rezerve bila je prisiljena rješavati taj problem brže od zemlje u kojoj je problem višak platne bilance, kroz politiku upravljanja potražnjom, ili prilagođavanjem nominalne vrijednosti svoje valute. Vlasti SAD-a vjerovale su da zbog toga što su devizni tečajevi ostalih zemalja vezani za dolar, tim zemljama je dopušteno zadržati podcijenjene valute i akumulirati viškove plaćanja, dok su Sjedinjene Američke Države imale deficite. Kao sredstvo za ispravljanje ove asimetrije, zemlje u višku sada imaju veću odgovornost za ispravljanje pozicije plaćanja.
- Multilateralni nadzor u kontekstu paritetnog sustava u kojem se konvertibilnost može suspendirati, Sjedinjene Američke Države favorizirale su pokazatelj međunarodnih pričuva kao objektivni pokazatelj jesu li politike neke zemlje dosljedne s ukupnom ravnotežom u bilanci plaćanja i odgovarajućim rastom globalne likvidnosti (uz postojeće paritetne vrijednosti). Na ovaj način su također više prisutne zemlje u suficitu.
- Konvertibilnost- europske vlasti su se usredotočile na nedostatak obvezne konvertibilnosti dolara pod sustavom Bretton Woodsa i vjerovali kad bi se od SAD-a tražilo financiranje njegovog platnog deficita s rezervnim sredstvima (zlato, košarica valuta posebnog prava vučenja), imali bi veći poticaj za usvajanje politika kojima bi se uklonili deficiti. Sjedinjene

Američke Države htjele su ograničiti konvertibilnost dolara do određene točke kao sredstvo poticanja prilagodbe neuravnoteženosti plaćanja.

- Bolje međunarodno upravljanje globalnom likvidnošću. PPV će postati glavna rezervna sredstava.²⁷

U međuvremenu, porast svjetske inflacije od 1972. - 1974. godine uz porast cijene nafte 1973. godine i povećane napetosti na vanjske pozicije zemalja utjecalo je na svjetsku recesiju 1974. - 1975. godine. Pod tim okolnostima, sustav nominalnih vrijednosti još je manje održiv nego prije. Štoviše, svjetsko gospodarstvo funkcioniralo je prilično dobro pod mješovitim plutajućim režimom nekoliko godina. Sjedinjene Države su stoga od favoriziranja sustava stabilnog, ali prilagodljivog tečaja nominalne vrijednosti, s plutajućim u određenim situacijama, počele izričito zagovarati sustav plutajućih tečajeva kao dugoročnu opciju. Zemlja članice G-20 priznale su da je međunarodni monetarni sustav u promjenama i da bi u tim okolnostima moglo biti posebno teško vratiti se na sustav stabilnog, ali prilagodljivog tečaja nominalne vrijednosti. Međutim, preporučeno je da se u međuvremenu odmah usvoje odgovarajuće smjernice za upravljanje plutajućim tečajevima. „Plutanje je konačno dogovoreno na Ekonomskom samitu u studenom 1975. godine. Sporazum koji je postignut tamo, razrađen je unaprijed između predstavnika Sjedinjenih Američkih Država i Francuske. Imali su dva osnovna elementa. Prvi je bio "produbiti, sistematizirati i proširiti dnevne konzultacije između monetarnih vlasti, uključujući središnje banke većih zemalja s obzirom na intervenciju na deviznom tržištu. Drugo, zemljama se daje na izbor tečajni režim koji će koristiti, uključujući i plutajući.“²⁸

U vezi s odlukom iz ožujka 1973. godine da se obustavi obveza intervencije za potporu fiksnih pariteta u odnosu na dolar, G-10 zemlje izdale su priopćenje u kojem se navodi da "službena intervencija može biti korisna na prikladan način, kako bi se olakšalo održavanje urednih tržišnih uvjeta". Pretpostavljen je eventualni povratak na sustav nominalne vrijednosti, a intervencija se smatrala načinom da se zadrži red u međuvremenu. Od 1973. godine učestalost i veličina deviznih

²⁷ Pauls, B. D. (1990). *US exchange rate policy: Bretton Woods to present* [online]. Washington: The Federal Reserves Bulletin, str. 898. Dostupno na: https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/pages/1990-1994/32648_1990-1994.pdf [15.06.2019]

²⁸ Oxenford, M. (2016.), *The Evolution of US and European Monetary Policy after Bretton Woods* [online]. Washington: International Economics Department, str. 6. Dostupno na: <https://www.chathamhouse.org/sites/default/files/publications/research/2016-09-07-monetary-policy-oxenford.pdf> [09.06.2019]

operacija SAD-a variraju. Intervencija je bila značajna 1977. godine kada je dolar smatran neprihvatljivo niskim. Operacije u SAD-u bile su minimalne tijekom prvog Reaganova mandata, u skladu s politikom ograničavanja uplitanja vlade na tržišta općenito, bili su usmjereni uglavnom na suzbijanje kratkotrajnih poremećaja na tržištu. Intervencija je opet bila znatna u jesen 1985. godine, kada je dolar smatran neprihvatljivo visokim. „Daleko najzastupljenije devizne intervencije u SAD-u su se dogodile od sporazuma u Louvreu iz veljače 1987. godine. Od tada su američke operacije uglavnom vođene u skladu s neformalnim razgovorima s drugim zemljama G-7 o granicama tolerancije za fluktuacije tečaja. U razdoblju plutajuće stope intervencijske politike drugih zemalja su mješovite, a neke zemlje usvajaju daleko aktivniju politiku od Sjedinjenih Američkih Država. Iako su američke intervencije relativno rijetke od 1973. godine, iznosi koji su uključeni ponekad su bili znatni. Prema tome, Sjedinjene Države povremeno poduzimaju korake za povećanje deviznih sredstava za intervenciju, posebice kada je dolar bio pod stalnim pritiskom. Ukupna veličina zamjene Federalnih rezervi swap linijom s drugim središnjim bankama je povećana. 1980. godine američke vlasti su po prvi put počele stvarati značajne devizne rezerve kupnjom na tržištu i od drugih središnjih banaka, nakon što su po prvi put imali nepodmirene devizne obveze. U vrijeme kada je dolar izazvao veliku zabrinutost - u razdobljima od 1977. - 79., 1984. - 85, i 1987. godine - postao je značajan čimbenik u odlukama Federalnih rezervi u vezi s monetarnom politikom.“²⁹

U srpnju 1973. godine američke vlasti intervenirale su prvi put nakon usvajanja slobodno plivajućeg tečajnog režima zbog rastuće inflacije u SAD-u, prognoze znatno većeg uvoza energije i potencijalnih posljedica afere Watergate. Kako je dolar padao, trgovanje je postajalo sve više neuredno, a mnoge banke odbijaju odrediti kamatne stope. U tim okolnostima, vlasti SAD-a su intervenirale kako bi se suprotstavile nestabilnim uvjetima tržišta. Razmjer operacija je malo proširen zimi 1974. - 75. Inflacija u SAD-u je još uvijek bila zabrinjavajuća, dok su pritisci na cijene u mnogim drugim industrijaliziranim zemljama bili izraziti. Federalna rezerva je počela ublažavati uvjete na tržištu novca u jesen 1974. godine a s rastom kamatnih razlika između dolara i devizne aktive, dolar je deprecirao. Američke vlasti intervenirale su najprije kako bi ublažile pad dolara. Sredinom siječnja 1975. godine postali su više zabrinuti za progresivno padanje dolara, te

²⁹ Oxenford, M. (2016.), *The Evolution of US and European Monetary Policy after Bretton Woods* [online]. Washington: International Economics Department, str. 8. Dostupno na: <https://www.chathamhouse.org/sites/default/files/publications/research/2016-09-07-monetary-policy-oxenford.pdf> [09.06.2019]

su pojačali intervencije za potporu dolaru uz suradnju sa središnjim bankama Njemačke i Švicarske. Dolar se nije oporavio sve do ožujka, kada su se kamatne stope SAD-a stabilizirale, a inozemne kamatne stope su se smanjile. Prvi kontinuirani period intervencije SAD-a u režimu slobodnog plivajućeg tečaja dogodio se 1977. godine. Inflacija je i dalje u punom zamahu, a dolar i dalje unatoč intervencijama nastavlja padati. Stoga su Federalne rezerve u kolovozu 1978. godine podigle svoju diskontnu stopu, što je potez koji je, uz kasnije povećanje cijene zlata, uvelike doprinio usvajanju novih monetarnih operacija. Tijekom prvog tromjesečja 1980. godine dolar je počeo jačati. Taj su skok dolara američke vlasti u travnju iskoristile za stjecanje stranih valuta kako bi mogle otplatiti dug nastao kao rezultat operacija podržanih dolarom u razdoblju od 1978. do 1979. godine.

Nakon toga ekonomske aktivnosti u SAD-u su se smanjile, stope federalnog fonda su pale za više od 8% što je ponovo dovelo do oštrog pada dolara. Tijekom ovog razdoblja vlasti SAD-a su intervenirale kako bi usporile pad dolara. Do rujna 1980. godine, dolar je počeo opet jačati kako je američka ekonomija djelovala povoljno u usporedbi s drugim gospodarstvima. Inflacija u Sjedinjenim Američkim Državama počela je opadati, dok je u nekoliko drugih zemalja, posebice u tradicionalno nisko inflacijskim zemljama Europe ostala visoka u odnosu na poslijeratna iskustva. Monetarne vlasti SAD-a još uvijek imale su nepodmirene devizne obveze u obliku swap duga. Kako je dolar počeo jačati, kupili su strane valute potrebne za pokriće tih obveza kada su presudili su da to neće ugroziti dolar. Čak i nakon što su nepodmirene obveze bile pokrivene, američke vlasti i dalje kupuju strane valute za izgradnju deviznih rezervi SAD-a. Prije ovog vremena, Federalne rezerve i Riznica intervenirali su na taj način od listopada 1980. do sredine veljače 1981. godine, kupivši gotovo 7 milijardi dolara njemačkih maraka i malih količina švicarskih franaka i francuskih franaka. Početkom 1981. godine nova Reaganova administracija odustala je od teških intervencija na deviznom tržištu naslijeđenih od prethodne uprave. Ta je odluka odražavala stajalište da su tečajevi proizvod ekonomske politike i da je "konvergencija" ekonomske politike bila put do toga da se stabiliziraju tečajevi, što je u skladu s općom željom da se minimizira uplitanje vlade na tržišta. Od 1981. do početka 1985. godine dolar je nastavio jačati iz nekoliko razloga. Monetarni uvjeti bili su restriktivni u kontekstu snažnog oporavka i izgledan nastavak velikog fiskalnog deficita SAD-a vršio je pritisak na realne kamatne stope. Ulaganje, uključujući strane investicije, procvjetale su u Sjedinjenim Američkim Državama jer ih privlači sve povoljnija poslovna klima. Operacije američkih intervencija od travnja 1981. do 1984. godine

bile su vrlo ograničene. Pojavile su se na dvadeset dana, u skladu sa stajalištem administracije da je jak dolar pokazatelj snažne američke ekonomije, a ne uzrok za zabrinutost. Štoviše, većina tih operacija poduzete su na zahtjev stranih monetarnih vlasti. „Međutim, sredinom 1984. godine dolar je sprecirao gotovo 60 % u usporedbi s drugim tečajevima G-10. Zabrinutost je izražena i na sastancima FOMC-a na kojima se raspravljalo o implikacijama jakog dolara za američki proizvodni sektor i posljedicama za inflaciju sa zaključkom da bi se dolar trebao naglo smanjiti. Ta su razmatranja bila jedan od argumenata što je dovelo do usvajanja blažeg monetarnog režima sredinom 1984. godine. Kako je dolar nastavio rasti, Reaganova administracija počela je preokretati svoju politiku bez intervencija na tržištima valuta. Nakon toga, u koordiniranom radu s drugim središnjim bankama kojima su američke vlasti prodale 650 milijuna dolara između siječnja i ožujka 1985. godine kako bi dolar počeo padati, taj pad još nije imao vremena da se postigne poboljšanje u trgovinskom deficitu SAD-a. Iako su Sjedinjene Američke Države podržale poboljšanu koordinaciju makroekonomske politike za poticanje povećanja stabilnost deviznih tečajeva, američke vlasti nisu intervenirale na burzama 1986. godine, jer se smatralo da je nastavak pada dolara stabilan i nije razlog za zabrinutost. Dolar je pao na najniže razine u zadnjih sedam godina 1987. godine, usred znakova da bi se američka ekonomija mogla usporavati, a trgovinski deficit SAD-a nastavio je rasti.“³⁰ Nadalje, različite izjave za medije službenika američke administracije dale su tumačiti nedostatak brige o posljedicama daljnjeg pada dolara. U tim okolnostima, američke monetarne vlasti intervenirale su samo jednom, krajem siječnja, kako bi održale stabilnost dolara. To je bila prva operacija podrške dolaru od sredine 1980. godine. Na summitu G-7 u Louvreu 1987. godine države članice su pristale blisko surađivati kako bi potaknule stabilnost deviznih tečajeva oko sadašnjih razina te je dogovoren određeni dopušteni raspon fluktuacija. Usprkos teškim intervencijskim kupnjama dolara nakon sporazuma u Louvreu, dolar je nastavio opadati, osobito naspram jena.

„Dolar se počeo stabilizirati u svibnju 1987. godine kada se postrožio monetarni režim u SAD-u i inozemstvu, ali je počeo ponovo padati dolaskom razočaravajućih podataka o trgovini u SAD-u sredinom kolovoza. Nadalje, nakon pada cijena dionica na burzi, pad dolara se ubrzao nakon što su Federalne rezerve postale agresivnije od svojih inozemnih partnera procesima stvaranja

³⁰ Pauls, B. D. (1990). *US exchange rate policy: Bretton Woods to present* [online]. Washington: The Federal Reserves Bulletin, str. 905. Dostupno na: https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/pages/1990-1994/32648_1990-1994.pdf [15.06.2019]

likvidnosti. Do kraja godine vrijednost dolara pala je za 21% u odnosu na jen i 14% u odnosu na ocjenu iz njezinih razina u vrijeme sporazuma u Louvreu. U takvim okolnostima, dužnosnici G-7 ponovno su se telefonski sastali krajem prosinca i došli do novog zaključka o fluktuacijama tečaja i suradnji u operacijama na deviznom tržištu. Zaključeno je da prekomjerna fluktuacija tečaja, daljnji pad dolara ili rast dolara u mjeri koja postaje destabilizirajuća za prilagodbe, može biti kontraproduktivna za rast u svjetskom gospodarstvu. Nakon sporazuma iz Louvrea, vlasti G-7 snažno su intervenirale u prilog dolaru kroz epizode slabljenja dolara 1987. godine i prodale su dolare u nekoliko navrata kada je dolar značajno ojačao. Vlasti G-7 nastavile su činiti velike kupnje dolara u siječnju 1988. godine te se potom dolar stabilizirao. Nakon toga države su postrožile mjere i intervencije u situacijama značajnih fluktuacija dolara. Kad je opet dolar u prvoj polovici 1989. godine zabrinjavajuće porastao, američke vlasti postale su aktivnije u prodaji dolara. U rujnu 1989. godine, dužnosnici G-7 izdali su priopćenje u kojem se navodi da su oni smatrali da je dolar u porastu i složile su se da je porast dolara iznad trenutne razine ili prekomjeren pad mogao negativno utjecati na izglede za svjetsko gospodarstvo.³¹ U tom su kontekstu pristali blisko surađivati na mjenjačkim tržištima. Nakon toga uslijedile su tri tjedna koordinirane intervencije s početnim ciljem smanjiti dolar i kasnije zadržati tu nižu vrijednost dolara. U 1989. godini američke vlasti prodale su neto iznos od 22 milijarde dolara, što je daleko najveća američka godišnja operacija. Tijekom kasne 1989. i početkom 1990. godine kretanja dolara u odnosu na glavne valute su se razlikovala, ali uglavnom bez prevelikih turbulencija i promjena dolara, te utjecaja na svjetsko gospodarstvo.

3.3 Tečajna politika Sjedinjenih Američkih Država od 1992. do 2018. godine

Od 1992. godine američki je dolar slobodno plutao naspram drugih glavnih svjetskih valuta. Federalne rezerve više ne upravljaju izravno tečajem dolara s bilo kojom drugom valutom, iako neke zemlje, poput Kine, popravljaju ili kontroliraju tečaj svoje vlastite valute u odnosu na dolar. Federalne rezerve koriste politiku kamatnih stopa i od 2008. godine, izravno upravljaju opskrbom

³¹ Pauls, B. D. (1990). *US exchange rate policy: Bretton Woods to present* [online]. Washington: The Federal Reserves Bulletin, str. 907. Dostupno na: https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/pages/1990-1994/32648_1990-1994.pdf [15.06.2019]

dolara kvantitativnim popuštanjem(QE) i sličnim alatima, kako bi ispunile svoj "dvojni mandat" stabilnosti cijena i niske nezaposlenosti. Međunarodna poduzeća naučila su živjeti - i u nekim slučajevima, iskoristile - stalne fluktuacije tečaja dolara. Možemo reći da se održavalo gotovo dva desetljeća mira u fluktuacijama dolara, to jest utjecaja tih fluktuacija na svjetsko gospodarstvo sve do 2008. godine i globalne financijske krize.

„Vrijednost američkog dolara mjeri se na tri načina: devizni tečajevi, trezorske obveznice i devizne rezerve. Najčešća metoda je putem deviznih tečajeva, ali za potrebe ovog poglavlja promatrat će se kretanje dolara naspram sva tri pokazatelja zajedno. Od 2002. do 2011. godine dolar je pao prema svim pokazateljima, uz neke iznimke uzrokovane prvenstveno globalno financijskom krizom i promjenama u monetarnoj politici SAD-a. Nekoliko je razloga tome. Prvo, ulagači su bili zabrinuti zbog rasta duga SAD-a. Inozemni vlasnici tog duga uvijek su skeptični zbog toga što bi Federalne rezerve dopustile da vrijednost dolara padne, tako da bi otplate dugova u SAD-u bile manje u njihovoj valuti. Programom kvantitativnog popuštanja FED je monetizirao dug, čime je omogućio umjetno jačanje dolara. To je učinjeno kako bi kamatne stope bile niske. Nakon što je program završio, investitori su postali zabrinuti da bi dolar mogao oslabiti. Drugo, dug vrši pritisak na predsjednika i Kongres da ili povećaju poreze ili uspore potrošnju. To je ograničilo potrošnju i usporilo gospodarski rast. Investitori su u potrazi za većim prinosima u drugim zemljama. Treće, strani investitori radije diversificiraju svoje portfelje s imovinom koja nije nominirana u dolarima.“³²

2008. godine s početkom globalne financijske krize, Federalne rezerve su morale biti puno angažiranije oko upravljanja dolarom. Federalne rezerve su iscrpile uporabu konvencionalnih monetarnih politika relativno rano u krizi, snižavajući stope na gotovo nulu, ali to nije bilo sam po sebi dovoljno za poticanje gospodarskog rasta. Federalne rezerve su stoga morale pribjeći novim metodama. Prvo, krenuli su sa programom kvantitativnog popuštanja (QE) kako bi se osigurala likvidnost sada kada instrumenti tradicionalne monetarne politike više nisu bili djelotvorni - tj. kako su kamatne stope već bile na nuli ili blizu nule. Kvantitativno popuštanje u SAD-u bilo je značajno iz dva dodatna razloga. Prvo, program kupnje imovine je bio bez presedana najveći po veličini. Federalne rezerve proširile su bilancu za više od 3 bilijuna dolara. Drugo, središnja uloga

³² Amadeo K. (2019.) *Yuan Reserve Currency to Global Currency. The Balance*. Dostupno na: <https://www.thebalance.com/yuan-reserve-currency-to-global-currency-3970465> [11.06.2019]

Sjedinjenih Američkih Država u globalnom gospodarstvu značila je da je QE imao značajne učinke prelijevanja, osobito na tržištima u nastajanju, gdje su ulazna ulaganja porasla za otprilike 406 milijardi. Ovi učinci prelijevanja potaknuli su rast na tržištima u nastajanju kroz tri povezana kanala. Prvo, kupujući obveznice američke vlade i vrijednosne papire s hipotekom od privatnih banaka, Federalne rezerve su povećale cijene slične imovine na domaćem tržištu u cjelini, čime je došlo do neravnoteže profila rizika za ulaganja mnogih banaka. Banke su se trebale okrenuti stranim tržištima za rebalans svojih portfelja, što je potaknulo potražnju za imovinom u gospodarstvima u nastajanju. Drugo, povećanje ukupne likvidnosti u sustavu stvorilo je širi krug imovine u koju će se ulagati. Konačno, činjenica da je QE signalizirao namjeru Federalnih rezervi da zadrži kamatne stope blizu nule u doglednoj budućnosti značilo je da investitori koji traže veće prinose moraju tražiti izvan Sjedinjenih Američkih Država. To je opet potaknulo potražnju na tržištima u nastajanju i ono najvažnije, zadržala se niska relativna vrijednost dolara naspram valuta tržišta u nastajanju.³³ Sve je to imalo implikacije na američke trajne trgovinske neravnoteže, na koje je utjecala dugotrajna pozicija dolara kao primarne rezervne valute, kako je opisano u Triffinovoj dilemi. Deficit je najviše bio potaknut tržištima u nastajanju, koja su donedavno stvarala značajne rezerve u dolarima imovini u dolarima. Njihova izloženost američkoj monetarnoj politici veća je nego što je bila prije 20 godina i kao rezultat toga QE je izazvao značajne kritike s tržišta u nastajanju. Na primjer, u Brazilu 2010. godine ministar financija, Guido Mantega, osudio je politiku kao dio "valutnog rata" koji je cilj imao umjetno smanjiti vrijednost dolara i povećati cijene imovine, što će štetiti konkurentnosti tržišta u nastajanju. Tri godine kasnije, kada su Federalne rezerve počele raspravljati o smanjenju - ili "sužavanju" QE, reakcija na tržištima u nastajanju bila je također negativna.

„Između 2011. i 2016. godine dolar je ojačao. Bilo je šest razloga zbog kojih je dolar postao tako jak:

- Ulagači su zabrinuti zbog grčke dužničke krize. To je oslabilo potražnju za eurom, što je drugi svjetski izbor za globalnu valutu.
- Europska unija se borila da poveća gospodarski rast putem kvantitativnog popuštanja.

³³ Lim, J. J., Mohapatra, S. i Stocker, M. (2014), *Tinker, Taper, QE, Bye? The Effect of Quantitative Easing on Financial Flows to Developing Countries* [online]. Policy Research Working Paper, Washington, : World Bank Group, str 1.-5. Dostupno na: <http://documents.worldbank.org/curated/en/570101468341335746/pdf/WPS6820.pdf>

- U 2015. godini ekonomska reforma usporila je rast Kine. Vratila je investitore u američki dolar.
- Dolar je utočište tijekom svake globalne krize. Investitori su kupili američke obveznice kako bi izbjegli rizik jer se svijet nejednako oporavljao od financijske krize i recesije 2008. godine.
- Unatoč reformama, Kina i Japan nastavili su kupovati dolare kako bi kontrolirali vrijednost svojih valuta. To im je pomoglo da povećaju izvoz tako što su ih učinili jeftinijima.
- Federalne rezerve su signalizirale da će povećati stopu federalnog fonda. 2015.godine Forex trgovci su iskoristili te veće stope kako su se kamatne stope u Europi smanjile.

Od 2016. godine dolar je ponovno oslabio. Iako je američko gospodarstvo i dalje snažno, ulagači su zabrinuti zbog utjecaja trgovinskog rata Trumpove administracije. Istodobno, ulagači su se okrenuli Europi nakon bijega EU-a od dužničke krize u eurozoni.³⁴

3.4 Devizne rezerve Sjedinjenih Američkih Država od Bretton Woodsa do 2018. godine

Devizne rezerve SAD-a imale su velike fluktuacije tijekom povijesti. Razlog tome je što je SAD i dolar u novijoj svjetskoj povijesti imao značajan utjecaj na svjetsko gospodarstvo, te su stoga Sjedinjene Američke Države imale i veću obavezu upravljanja svojim deviznim rezervama kako bi održala ne samo svoje, već u konačnici cijelo svjetsko gospodarstvo u ravnoteži.

³⁴ Amadeo K. (2019.) Yuan Reserve Currency to Global Currency. *The Balance*. Dostupno na: <https://www.thebalance.com/yuan-reserve-currency-to-global-currency-3970465> [11.06.2019]

Graf 2: Devizne rezerve SAD-a za vrijeme Bretton Woodsa



Izvor: <https://tradingeconomics.com/united-states/foreign-exchange-reserves> [12.06.2019]

Kao što je vidljivo iz Grafa 2 devizne rezerve SAD-a su se u razdobljima Bretton Woods kontinuirano smanjivale. Kao što je već spomenuto u radu SAD-u je obveza otkupljivanja zlata stvarala velike probleme iz godine u godinu, te je to glavni razlog pada deviznih rezervi, što najbolje dolazi do izražaja u 1971. godini kada su devizne rezerve SAD-a dosegle rekordno nisku vrijednost od 12.128 milijuna USD. Razlog tome je najava napuštanja Bretton Woods i zatvaranje takozvanog zlatnog prozora.

Graf 3: Devizne rezerve SAD-a poslije Bretton Woodsa



Izvor: <https://tradingeconomics.com/united-states/foreign-exchange-reserves> [12.06.2019]

Na Grafu 3. vidimo kontinuirani oporavak deviznih rezervi SAD-a nakon raspada Bretton Woods sustava. U 90-im godinama prošlog stoljeća, pa sve do 2009. godine i globalne financijske krize devizne rezerve su bile stabilne i uglavnom fluktuirale oko iznosa od 80.000 milijuna dolara. Nakon globalne financijske krize krenulo je akumuliranje deviznih rezervi od strane SAD-a kako bi održala svoje gospodarstvo u ravnoteži. Najveći iznos deviznih rezervi zabilježen je u rujnu 2012. godine u iznosu od 153.075 milijuna dolara. Od 2015. godine do danas, devizne rezerve SAD-a se kreću uglavnom oko 120.000 milijuna dolara.

Tablica 2 prikazuje strukturu deviznih rezervi Sjedinjenih Američkih Država na kraju 2018. godine. Najveći udio u deviznim rezervama imaju Posebna prava vučenja (vrijednosti se temelje na ponderiranom prosjeku tečajeva za valute zemalja članica od siječnja 1981. godine korišteno je pet glavnih valuta) u iznosu od 40% u ukupnim rezervama, a zatim strane valute u iznosu od 33% u ukupnim rezervama SAD-a. SAD još uvijek posjeduje najveću količinu svjetskog zlata, kojeg u svojim rezervama ima 11.041 milijuna dolara.

Tablica 2: Struktura deviznih rezervi Sjedinjenih Američkih Država na kraju 2018. godine

	Iznos u milijunima USD	Udio
Zlato	11.041	9%
Posebna prava vučenja	50.803	40%
Rezerve kod MMF-a	22.016	18%
Strane valute	41.938	33%
UKUPNO	125.798	100%

Izvor: <https://www.federalreserve.gov/data/intlsumm/current.htm> [10.06.2019.]

4 Analiza međuovisnosti tečajnih politika Sjedinjenih Američkih Država i Kine

4.1 Povijesni pregled

Kineska transformacija iz siromašne zemlje u razvoju u veliku ekonomsku silu u samo četiri desetljeća bila je spektakularna. Od 1979. godine (kada su počele gospodarske reforme) do 2017. godine, kineski realni bruto domaći proizvod (BDP) rastao je s prosječnom godišnjom stopom od gotovo 10%. Prema Svjetskoj banci, Kina je doživjela najbržu kontinuiranu ekspanziju gospodarstva u povijesti i izvukla više od 800 milijuna ljudi iz siromaštva.³⁵ „Padom Berlinskog zida 1989. i raspadom Sovjetskog Saveza stvoren je novi okvir ekonomsko – političkih odnosa u Europi, a time i u Svijetu. Nakon toga na scenu nastupaju Kina, Brazil, Indija i druge zemlje u razvoju s visokim stopama gospodarskog rasta koje zbog sve većih suficita u svojim bilancama plaćanja postaju sve veći kreditori i vjerovnici prema SAD-u. To razdoblje koje traje i danas naziva se pax coordinativa upravo zato što je stvoren visok stupanj međuovisnosti među najvećim gospodarstvima u svijetu, gdje se svaki pozitivni, a posebice negativni, pomak i događaj prenosi na druge zemlje i traži zajednička rješenja.“³⁶ Kina se trenutno nalazi na prvome mjestu na temelju pariteta kupovne moći (PPP), proizvodnje s dodanom vrijednošću, robne razmjene i vlasnika deviznih rezervi. Brzi gospodarski rast Kine doveo je do značajnog povećanja političkih, ekonomskih i bilateralnih trgovinskih veza sa Sjedinjenim Američkim Državama. Prema podacima iz američke trgovine, ukupna robna razmjena između dviju zemalja rasla je od 5 milijardi dolara u 1980. godini na 634 milijarde dolara u 2017. godini. Kina je trenutno za Sjedinjene Američke Države najveći trgovački partner, treće po veličini izvozno tržište i njegov najveći uvoznik.

„Kineska valuta yuan također je povezana sa dolarom, te su njihove međusobne fluktuacije značajne za oba gospodarstva, ali i svijet. Odnos yuana i dolara počinje imati značajniji utjecaj na ove dvije države nakon što je Kina ukinula brojne trgovinske barijere i otvorila svoje gospodarstvo prema ostatku svijeta. 1981. godine Kina je uvela "unutarnju stopu" od 2,8 yuana prema dolaru.

³⁵ World Bank (2017.) *China Overview*. Washington: World Bank. Dostupno na: <http://www.worldbank.org/en/country> [11.06.2019.]

³⁶ Lovrinović I. (2015.) *Globalne Financije*. 1. izdanje. Zagreb: Acent d.o.o.. str. 321

U vrijeme kada je službeni tečaj iznosio 1,5, novi, koji se primjenjivao na sve trgovinske transakcije iznosio je 2,8 što znači da je bila devalvacija od gotovo 100%. Vlada je tada počela devalvirati službeni tečaj, tako da se do kraja 1984. godine približila stopi unutarnjeg poravnjanja od 2,8. Nakon što je ukinuta interna stopa poravnjanja, vlasti su nastavile devalvirati valutu na stopu od 3,2 CNY, a zatim, u jednom koraku 5. srpnja 1986. godine, devalvirana je za dodatnih 15%, na 3,7 CNY. Daljnja devalvacija u prosincu 1989. godine dovela je tečaj na razinu od 4,7 CNY Tijekom narednih godina vlada je devalvirala valutu, a na kraju 1993. godine dosego se iznos od 5,8 CNY“

37

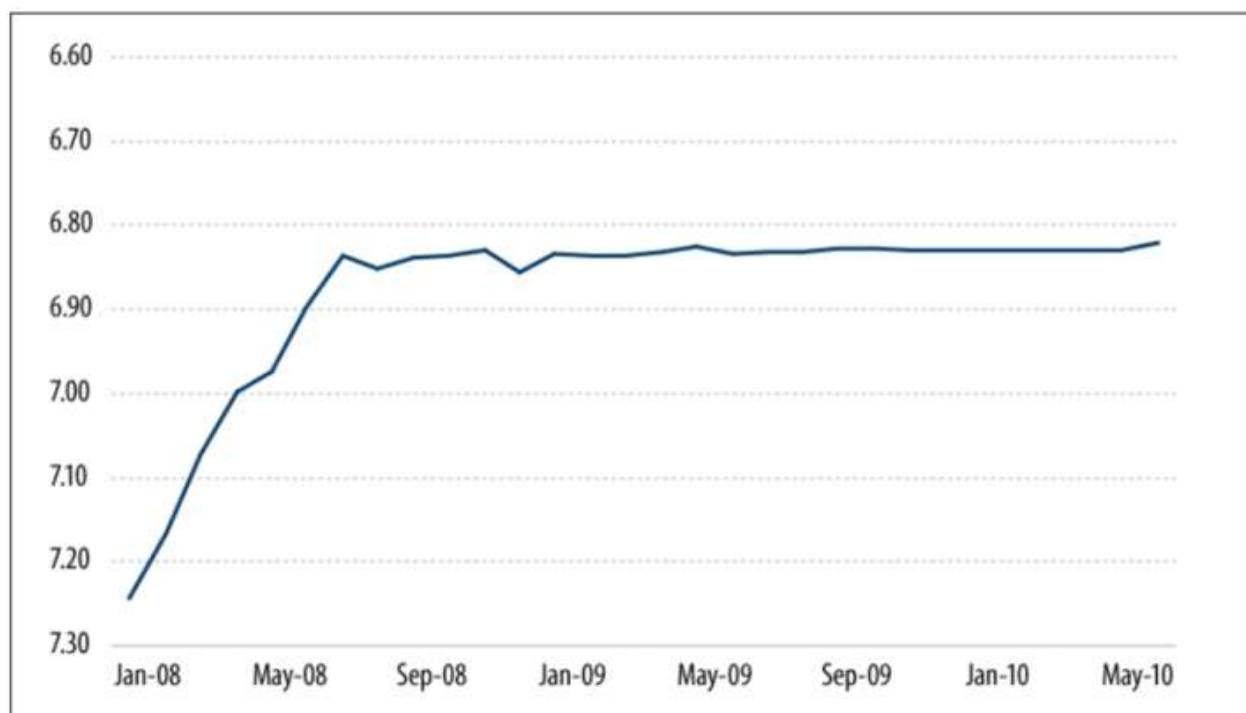
„U siječnju 1994. vlada je objedinila službenu i swap tržišnu stopu na iznos od 8,7 yuana prema dolaru. Tijekom slijedećih 18 mjeseci vlada je revalvirala valutu dok nije dosegla 8,30 CNY u lipnju 1995. godine, a zatim ga je polako spuštala na 8,28 CNY u listopadu 1997. godine. Vrijednost kineske valute u odnosu na dolar fluktuirala je u vrlo uskom rasponu od 8,28 CNY sve do srpnja 2005. Nakon 2001. godine kineska politika održavanja fiksnog nominalnog tečaja u odnosu na dolar dala je vrlo različite rezultate. Vrijednost dolara, nakon što je dostigla vrhunac u veljači 2002. godine, počela je padati, snižavajući vrijednost yuana. Do sredine 2005. godine., vrijednost yuana na realnoj trgovinskoj ponderiranoj osnovi pala je za oko 10% u usporedbi s njegovim vrhuncem u veljači 2002. godine. Uz pretpostavku da je rast produktivnosti u kineskom izvoznom sektoru nastavljen nakon 2001. godine. Sredinom 2005. godine yuan je podcijenjen za oko 20%.“³⁸ Kao rezultat toga, gledajući 2002. godine, konkurentnost kineske robe na međunarodnim tržištima počela je značajno rasti, zbog čega se kineska trgovina i tekući računi kreću u sve veći suficit. Nakon što je 2005. godine, Kina odlučila ukinuti fiksirani tečaj yuana naspram dolara, vlasti su odmah revalvirale domaću valutu te se također odlučile za vezivanje naspram košarice valuta, umjesto dosadašnjeg vezivanja za dolar. Odredili su se uski rasponi fluktuacije u iznosu od $\pm 0.3\%$ u odnosu na američki dolar. „Tečaj američkog dolara prema yuanu se prilagodio s 8,28 yuana na 8,11, što predstavlja aprecijaciju od 2,1%. Za razliku od pravog plutajućeg tečaja, CNY bi se mogao mijenjati do 0,3% (kasnije promijenjen na 0,5%) na dnevnoj

³⁷ Goldstein M. I Lardy N.(2009) *The Future of China's Exchange Rate Policy: Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era* [online]. Washington: Peterson Institute for International Economics, str. 6. Dostupno na: https://piie.com/publications/chapters_preview/4167/01iie4167.pdf [07.06.2019.]

³⁸ Goldstein M. I Lardy N.(2009) *The Future of China's Exchange Rate Policy: Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era* [online]. Washington: Peterson Institute for International Economics, str. 10. Dostupno na: https://piie.com/publications/chapters_preview/4167/01iie4167.pdf [07.06.2019.]

osnovi u odnosu na košaricu valuta za koju je vezan. Nakon srpnja 2005.godine, Kina je dopustila da yuan neprestano aprecira, ali vrlo sporo. Od 21. srpnja 2005., do 21. srpnja 2008.godine, tečaj dolar-yuan kretao se od 8,11 do 6,83, što je bila aprecijacija od 18,7% (ili 20,8% ako je uključena početna aprecijacija yuana dolar za 2,1%). Situacija se u ovom trenutku najbolje može opisati kao "upravljano plutanje" - intervencije na tržištu.³⁹ Tečaj yuan/dolar održan je relativno konstantan na 6,83 do oko sredine lipnja 2010.godine. (Graf 4)

Graf 4: Kretanje tečaja yuan/dolar u razdoblju od siječnja 2008. do svibnja 2010. godine



Izvor: <http://www.global-insight.net/> [13.06.2019.]

Narodna banka Kine je proširila raspon fluktuacije CNY u odnosu na USD na međubankarskom spot deviznom tržištu od tadašnjih 0,5% na 1% 16. travnja 2012. godine. To je označilo pomak prema tržišno orijentiranom tečajnom režimu, koji je bio popraćen stabilnijim deviznim rezervama i umjerenijim očekivanjima tržišta u odnosu na prvo razdoblje upravljanog plutanja.⁴⁰

³⁹ Morrison, W. M., & Labonte, M. (2013). *China's Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues* [online]. Washington: Congressional Research Service, str. 3. Dostupno na: <https://fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf> [12.06.2019.]

Kao što je i prikazano na grafu 5 tečaj CNY -a je od 2010. godine nastavio aprecirati prema dolaru sve te je u siječnju 2014. godine došao do najniže razine u 21. stoljeću u iznosu od 6,05 CNY naspram jednog dolara. Zatim se do kolovoza 2015. godine i nove reforme tečajnog režima kretao oko stope od 6,2 yuana za jedan američki dolar.

Graf 5: Kretanje tečaja yuan/dolar u razdoblju od 2010. do 2015. godine



Izvor: <https://www.macrotrends.net/2575/us-dollar-yuan-exchange-rate-historical-chart>>Source

[11.06.2019]

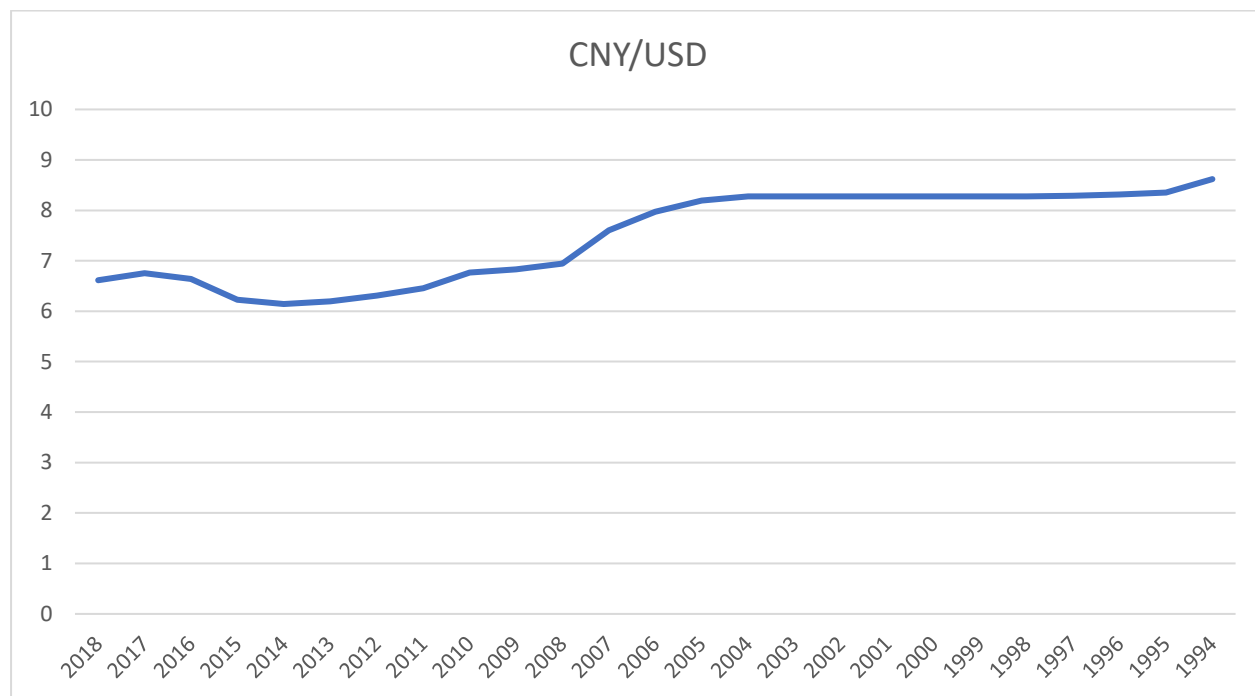
Nakon reforme 2015. godine kineske vlasti postupno su uvodile fleksibilnije tečajni režim. Kina zadržava fluktuirajući tečajni režim, s tim da tečaj CNY/USD može dnevno fluktuirati unutar trgovinskog raspona oko početnog referentnog tečaja kojeg je odredila središnja banka. Namjera najnovije reforme tečajnog režima je mijenjati mehanizam formiranja dnevne referentne CNY/

⁴⁰ Fidrmuc, J. i Siddiqui, M. (2014.). *Exchange Rate Policy in China after the Financial Crisis: Estimation of the Time-Varying Exchange Rate Basket*. Las Vegas: C ES info Area Conferences 2014, str. 4.

USD stope. Rezultat uvođenje ovih novih aranžmana je deprecijacija od 1,9% u referentnoj stopi CNY/USD 11. kolovoza 2015. godine. Kriza povjerenja koju je pokrenula reforma dovela je do većeg porasta odljeva kapitala i veći pritisak na yuan, što je potaknulo Narodnu banku Kine da intervenira na tržištu kako bi stabilizirala svoju valutu. Sve u svemu, tečaj CNY/USD pao je za 2,4% između 11. kolovoza i kraja rujna. U prvoj polovici 2016. godine deprecijacija reniminbija je bila neznatna dok u trećem i četvrtom kvartalu 2016. godine ponovo ojačan dolar značio je stabilnost yuana.⁴¹ Od siječnja 2017. do prosinca 2017. godine, yuan je aprecirao za 4,4%. Međutim, yuan je doživio deprecijaciju od 7% naspram dolara od 26. travnja 2018. do 26. srpnja 2018. godine. Pad yuana u tom razdoblju može djelomično odražavati zabrinutost na tržištu zbog nedavnih povećanja tarifa od strane Sjedinjenih Američkih Država i Kine za svaku od njih, iako su neki sugerirali da kineska vlada pokušava smanjiti vrijednost yuana kako bi povećali izvoz na druga tržišta. Na grafu 6 vidimo prikaz kretanja yuana objedinjenja službene i swap tržišnu stope od strane kineskih vlasti na iznos od 8,7 yuana prema dolaru pa sve do 2018. godine.

⁴¹ BNP Paribas (2016.), *China A New Exchange Rate Policy* [online]. Paris: BNP. Dostupno na: <https://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=27056> [10.06.2019]

Graf 6: Kretanje tečaja yuana prema dolaru od 1994. do 2018. godine



Izvor: <https://www.macrotrends.net/2575/us-dollar-yuan-exchange-rate-historical-chart>>Source

[11.06.2019]

4.2 Utjecaj tečajne politike Kine na trgovinski deficit Sjedinjenih Američkih Država

„Trgovina SAD-a i Kine naglo je rasla nakon što su dvije zemlje ponovno uspostavile diplomatske odnose u siječnju 1979. godine. Potpisan je bilateralni trgovinski sporazum u srpnju 1979. godine kojim je osigurana međusobna zajednica najpovlaštenije nacije počevši od 1980. godine. U toj godini ukupna robna razmjena SAD - Kina iznosila je približno 4 milijarde dolara. Kina je tada uvrštena kao 24. najveći trgovinski partner SAD-a, 16. najveće izvozno tržište i 36. najveći izvor uvoza. Ukupna robna razmjena SAD-a s Kinom u 2017. godini iznosila je 636 milijardi USD, čineći Kinu najvećim trgovinskim partnerom SAD-a. Glavno pitanje koje postavljaju kreatori politike SAD-a je: kakav bi bio tečaj yuana da Kina dopusti svojoj valuti da se određuje na međunarodnom tržištu bez ikakvih intervencija. Takvo pitanje pokušava utvrditi u kojoj je mjeri yuan neusklađen ili podcijenjen u odnosu na dolar. Tijekom godina izdano je nekoliko ekonomskih studija koje su pokušale procijeniti stupanj podcijenjenosti yuana u odnosu na dolar

i dale su dosta različite rezultate. Na primjer, četiri odvojene studije izdane 2009. godine su zaključile da je yuan bio podcijenjen u odnosu na dolar po stopama od 12%, 25%, 40% i 50%.⁴²

Mnogi kreatori monetarne politike SAD-a očekuju da će, ako Kina značajno aprecira svoju valutu, američki izvoz u Kinu bi se povećao, uvoz iz Kine u SAD bi se smanjio, a trgovinski deficit SAD-a bi se također smanjio u relativno kratkom vremenskom razdoblju. Na primjer, C. Fred Bergsten iz Instituta Peterson za međunarodnu ekonomiju tvrdio je u 2010. godini da će tržišni yuan smanjiti godišnji deficit tekućeg računa SAD-a za 100 do 150 milijardi dolara.⁴³ „Kina kao najveći kupac američkog javnog duga svoj interes nalazi u činjenici da na taj način jača potražnju za dolarom, održavajući tako aprecijacijske pritiske na američku valutu i štiteći svoj yuan od aprecijacije koja bi joj ugrožavala izvoznu konkurentnost i visoke stope rasta BDP-a.“⁴⁴ No, pitanje mogućih učinaka aprecijacije yuana na američku ekonomiju komplicira činjenica da postoje kratkoročne i dugoročne posljedice aprecijacije yuana, te da su tečajevi samo jedan od mnogih faktora koji utječu na trgovinske tokove. Da bismo pokazali da su tečajevi samo jedan od čimbenika koji određuju trgovinske tokove, možemo za primjer pogledati učinak zadnje veće aprecijacije od 21% yuana na dolar od srpnja 2005. do srpnja 2008. godine na trgovinske tokove SAD-a i Kine. S jedne strane, u tom je razdoblju SAD povećao uvoz iz Kine za 39%, u usporedbi s porastom od 92% od 2001. do 2004. godine (kada je tečaj ostao isti), dok s druge strane, izvoz iz SAD-a u Kinu tijekom razdoblja 2005. - 2008. nije porastao. Unatoč aprecijaciji yuana od 2005. do 2008. godine trgovinski deficit SAD-a s Kinom i dalje je porastao za 30,1% (iako se ukupni deficit tekućeg računa SAD-a smanjio za gotovo 6%). Čini se da je aprecijacija yuana također imala malen utjecaj na ukupnu trgovinsku bilancu Kine od 2005. do 2008. Za to vrijeme kineski suficit u robnoj razmjeni porastao je sa 102 milijarde dolara na 297 milijardi dolara, što je porast od 191%, a kineski suficit na tekućem računu i akumulacija deviznih rezervi povećali su se 165% u tom razdoblju. Dio problema u pokušaju da se procijene učinci aprecijacije yuana je da je možda potrebno vrijeme (možda čak i nekoliko godina) prije nego se promjene u tečajevima odražavaju u promjenama cijena razmjenjivih dobara

⁴² Morrison, W. M., & Labonte, M. (2013). *China's Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues* [online]. Washington: Congressional Research Service, str. 21. Dostupno na: <https://fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf> [12.06.2019.]

⁴³ Bergsten, F. (2010). *Correcting the Chinese exchange rate: an action plan* [online]. Testimony before the Committee on Ways and Means,. Washington: US House of Representatives, str. 8. Dostupno na: <https://www.uscc.gov/sites/default/files/6.9.10Lighthizer.pdf> [15.06.2019.]

⁴⁴ Lovrinović I. (2015.) *Globalne Financije*. 1. izdanje. Zagreb: Acent d.o.o.. str. 327

i usluga, a time i promjenama u uvozu, izvozu i trgovinskoj bilanci.⁴⁵ Aprecijacija yuana mogla bi zapravo pogoršati trgovinski deficit SAD-a u kratkom roku, ako volumen (potražnja) uvoza iz Kine nije opadala istom stopom kao što su se povećavale cijene (takozvani efekt J-krivulje). Američkim potrošačima koji konzumiraju kineske proizvode viših cijena trebalo bi vremena kako bi pronašli jeftinije (ne kineske) proizvode ili druge alternative i tako smanjili ukupnu potražnju za kineskim uvozom. Osim toga, postojalo zakašnjela reakcija u smislu učinaka aprecijacije yuana na cijene kineskih proizvoda, budući da su cijene ugovorima za mnoge izvoze određene nekoliko mjeseci unaprijed. Ako aprecirana valuta snižava cijene za američke proizvode, onda bi trebalo proći određeno vrijeme da kineska potražnja signalizira američkim proizvođačima i izvoznicima povećanje proizvodnje kako bi zadovoljili novim zahtjevima. S vremenom bi se očekivao i učinak aprecijacije valute na tijek bilateralne trgovine i eventualno da će to dovesti do smanjenja bilateralne trgovinske neravnoteže (iako se veličina ukupnog trgovinskog deficita SAD-a možda neće promijeniti jer je to određeno nizom drugih čimbenika osim tečajeva).

Još jedan čimbenik koji treba uzeti u obzir u procjeni učinaka koji bi yuan mogao imati na trgovinske tokove i trgovački deficit SAD-a je ispitati kako će se promjene cijena prenositi na gospodarstvo. Ako yuan aprecira u odnosu na dolar, ne mogu se sva povećanja cijena proizašla iz aprecijacije prenijeti na američke potrošače. Dio povećanja mogu apsorbirati kineski radnici, proizvođači ili izvoznici, i neke uvoznici, trgovci na veliko ili trgovci na malo u SAD-u.

Prema američkom Department of Labor, od 2003. do 2012. godine (na kraju godine), indeks cijena za američki uvoz iz Kine porastao je za 6,1% (u usporedbi s porastom uvoznih cijena od 19,2% za ukupan uvoz ne-naftnih proizvoda u SAD-u). Yuan je u tom razdoblju nominalno porastao za 33,7% što bi značilo da bi samo mali dio porasta cijena kineskih proizvoda koje bi uzrokovala aprecijacija yuana bio prenesen na potrošače u SAD-u. Ako cijene nisu u potpunosti prenesene na potrošače, tada će potrošačka potražnja za kineskim uvozom pasti po manjoj stopi od očekivane.⁴⁶ Prema računovodstvenom identitetu, ukupni trgovinski deficit/suficit jednak je razlici između domaće štednje i investicija. Već dugi niz godina Kina je zemlja s visokom štednjom koja ostvaruje

⁴⁵ Morrison, W. M., & Labonte, M. (2013). *China's Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues* [online]. Washington: Congressional Research Service, str. 25. Dostupno na: <https://fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf> [12.06.2019.]

⁴⁶ Morrison, W. M., & Labonte, M. (2013). *China's Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues* [online]. Washington: Congressional Research Service, str. 26. Dostupno na: <https://fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf> [12.06.2019.]

trgovinski suficit, a SAD je zemlja s niskom štednjom koja je ostvarila ukupne trgovinske deficite.“Kina tako zbog rasta suficita ima aprecijacijske pritiske na domaću valutu, koje rješava tako da znatan dio deviznih rezervi plasira u SAD, a s druge strane provodi sterilizaciju deviznih transakcija u svojem sustavu putem mjera kapitalne kontrole te mjerama monetarne politike. Time se održava devizni tečaj na sadašnjoj razini, ali i izbjegava znatniji rast inflacije“⁴⁷ Kineska uporaba tečaja i kontrole kapitala možda su pridonijele visokoj stopi štednje, ali je malo vjerojatno da će kretanje prema tečaju koji bi bio plivajući, eliminirati velike razlike između američkih i kineskih stopa štednje. Stoga je vjerojatno da će Sjedinjene Države i dalje biti neto dužnik, a Kina će i dalje biti neto vjerovnik ako bi vrijednost yuana porasla. Ako je tako, ekonomska teorija predviđa da bi trgovinska neravnoteža između Kine i SAD-a bila i dalje prisutna ili bi mogla biti zamijenjena novim bilateralnim neravnotežama s trećim zemljama.

„Ekonomisti se općenito protive uporabi politika (kao što su subvencije i zaštita trgovine) jer prekidaju tržišne sile i narušavaju najučinkovitiju raspodjelu resursa. Fiksni ili upravljano plutajući tečaj čija se razina nije prilagodila kada bi se promijenili gospodarski uvjeti se isto mogu označiti kao negativni utjecaji. Prema tome, iz perspektive ekonomista, usvajanje valute koja je više tržišno utemeljena vjerojatno bi bila situacija u kojoj će Kina i SAD i globalna gospodarstvo biti na dobitku u smislu da će dovesti do učinkovitije raspodjele sredstava u obje zemlje (iako ne mora nužno utjecati na sveukupne razine zaposlenosti). Iz političke perspektive, moglo bi se tvrditi da trenutna podcijenjena kineska valuta proizvodi ekonomske „pobjednike i gubitnike“ u obje zemlje, a time bi i nova prilagodba tečaja proizvela novi skup ekonomskih „pobjednika i gubitnika“ koji utječu na globalni gospodarski rast i trgovinske tokove. Pretpostavimo da aprecijacija yuana proizvodi značajne promjene u trgovini. Kakvi bi bili učinci za američko gospodarstvo?“⁴⁸

Kada tečajna politika uzrokuje da yuan bude jeftiniji nego što bi bio da je određen ponudom i potražnjom, posljedica je da kineski izvoz bude relativno jeftin, a izvoz SAD-a u Kinu je relativno skup. Kao rezultat toga, izvoz iz SAD-a i proizvodnja robe i usluge SAD-a koje se natječu s kineskim uvozom padaju u kratkom roku. Mnoga od ugroženih poduzeća su upravo u proizvodnom sektoru. To uzrokuje porast trgovinskog deficita i smanjuje agregatnu potražnju u

⁴⁷ Lovrinović I. (2015.) *Globalne Financije*. 1. izdanje. Zagreb: Acent d.o.o.. str. 327

⁴⁸ Morrison, W. M., & Labonte, M. (2013). *China's Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues* [online]. Washington: Congressional Research Service, str. 29. Dostupno na: <https://fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf> [12.06.2019.]

kratkom roku, sve ostalo je jednako. Tržišni tečaj mogao bi pozitivno utjecati na izvoz SAD-a . Prema ekonomskoj teoriji, ekonomsko blagostanje društva se obično ne mjeri time koliko se može proizvesti, već time koliko se može konzumirati. Podcijenjeni yuan koji snižava cijenu uvoza iz Kine omogućuje Sjedinjenim Američkim Državama da povećaju svoju potrošnju kroz poboljšanje uvjeta trgovine. Budući da su promjene u ukupnoj potrošnji samo privremene, iz dugoročne perspektive, trajni učinak podcijenjenog yuana je povećanje kupovne snage potrošača u SAD-u. Uvoz iz Kine nije ograničen samo na potrošnu robu.

„Tvrtke iz SAD-a također uvoze kapitalnu opremu i inpute iz Kine za proizvodnju gotovih proizvoda. Podcijenjeni yuan snižava cijenu tih američkih proizvoda, povećavajući njihovu proizvodnju i tako stvarajući takve tvrtke međunarodno konkurentnijima. Aprecijacija kineske valute moglo bi podići cijene za američke potrošače, smanjujući njihovu ekonomsku dobrobit, što znači da imaju manje novca za potrošnju na druga dobra i usluge. Osim toga, tvrtke koje koriste uvezene kineske dijelove mogu se suočiti s većim troškovima, što će ih činiti relativno manje konkurentnima.“⁴⁹

„Međutim, najveća je bojazan Amerikanaca da će Kinezi smanjiti udjel dolara u svojim deviznim rezervama i povećati udio eura ili nekih drugih valuta. Osim toga, postoji strah da će i kineski yuan u dogledno vrijeme postati važno sredstvo međunarodnih rezervi likvidnosti na čemu Kinezi sve ozbiljnije rade.“⁵⁰

4.3 Utjecaj tečajne politike Kine na financijska tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama

Stabilizacija deviznog tečaja ili vezivanje valuta najčešće su intervencije na međunarodnim financijskim tržištima. Uklanjanje vezivanja za sigurniju valutu može učiniti domaću valutu rizičnijom i manje atraktivnom za ulagače. Kada zemlja s tržišnim utjecajem ukloni svoje vezivanje tečaja za valutu iz sigurnije zemlje, to može utjecati na rizik vezan uz držanje te valute. Analiza

⁴⁹ Morrison, W. M., & Labonte, M. (2013). *China's Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues* [online]. Washington: Congressional Research Service, str. 4. Dostupno na: <https://fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf> [12.06.2019.]

⁵⁰ Lovrinović I. (2015.) *Globalne Financije*. 1. izdanje. Zagreb: Acent d.o.o.. str. 328

učinaka scenarija koji mijenja vezanje yuana iz američkog dolara u košaricu valuta ukazuje na to da se u tom slučaju kineske kamatne stope povećavaju, dok se kamatne stope u SAD-u smanjuju.

Podcijenjeni yuan također utječe i na zajmoprince u SAD-u. S obzirom da Sjedinjene Američke Države imaju deficit tekućeg računa s Kinom, ekvivalentan iznos kapitalnih tokova prelazi iz Kine u Sjedinjene Američke Države. To se događa jer kineska središnja banka ili kineski građani ulažu na financijskim tržištima u SAD-u i u trezorske vrijednosne papire SAD-a, što omogućuje veća američka kapitalna ulaganja u postrojenja i opremu nego što bi se inače dogodila. Kapitalne investicije se povećavaju jer veća potražnja za sredstvima SAD-a dovodi do pritiska na kamatne stope SAD-a, a tvrtke su sada spremne investirati u prethodno neprofitabilne investicije. To povećava ukupnu potrošnju u kratkom roku, a također povećava veličinu gospodarstva dugoročno, povećavajući kapital. Vjerojatno će učinak na kamatne stope biti veći u razdobljima snažnog gospodarskog rasta, kada je potražnja za investicijama velika, nego kada je gospodarstvo slabo. Privatne tvrtke nisu jedini korisnici nižih kamatnih stopa uzrokovanih priljevom kapitala iz Kine. Potrošnja kućanstava osjetljiva je na promjenu kamatne stope, na robu kao što su trajna dobra i stanovi, također je i viša nego što bi bila ako kapital iz Kine ne bi ulazio SAD. Osim toga, veliki dio američke imovine koju su kupili Kinezi, posebice središnja banka su vrijednosni papiri u trezoru SAD-a koji financiraju deficit američkog saveznog proračuna. Prema podacima Ministarstva financija SAD-a, Kina drži oko 1,3 bilijuna dolara trezorskih vrijednosnih papira SAD-a što ju čini najvećim inozemnim imateljima tih vrijednosnih papira. „U lipnju 2011. Kina je posjedovala 13,9% američkih vrijednosnica, što je trostruko povećanje u usporedbi s 2002.(4,1%). Pri tome Kinezi najviše kupuju dugoročne državne vrijednosnice (obveznice) koje u njihovom ukupnom portfelju čine 75%. Na drugom su mjestu dugoročne dužničke vrijednosnice raznih državnih agencija (14,2%), a potom američke dionice (9,2%)⁵¹

Američki savezni proračunski deficit naglo je porastao u 2008. i 2009. godini, uzrokujući oštro povećanje iznosa vrijednosnih papira koji su morali biti prodani. Tijekom tog razdoblja, Obamina administracija je izvršila pritisak na Kinu da aprecira svoju valutu, ali i potaknula Kinu da nastavi kupovati američke vrijednosne papire, što je Kina učinila. Neki analitičari tvrde da iako bi aprecijacija kineske valute mogla pomoći u poticanju izvoza SAD-a u Kinu, to bi također moglo smanjiti potrebu Kine da kupuje vrijednosne papire u SAD-u, što bi moglo povećati kamatne stope

⁵¹ Lovrinović I.(2015.) *Globalne Financije*. 1. izdanje. Zagreb: Acent d.o.o.. str. 342

u SAD-u. U vjerojatno najgorem slučaju, ako Kina prestane kupovati vrijednosne papire u vrijeme kada je proračunski deficit SAD-a neuobičajeno visok, moglo bi se natjerati privatne investitore da preispitaju svoje stavove o održivosti tekuće fiskalne politike.⁵²

Kina je posljednjih godina izrazila zabrinutost zbog „sigurnosti“ svojih velikih potraživanja od SAD-a. Kritizirana je monetarna politika SAD-a za poticanje gospodarskog rasta, kao što je kvantitativno popuštanje (uključujući velike kupnje vrijednosnih papira u SAD-u). Kineski dužnosnici tvrde da bi takva politika mogla dovesti do oštre devalvacije dolara prema globalnim valutama i potaknuti inflaciju u SAD-u, što bi moglo umanjiti vrijednost dolara koje drži Kina.

Zaključno, u srednjoročnom razdoblju, prema ekonomskoj teoriji, podcijenjeni yuan ne povećava niti smanjuje ukupnu potražnju u SAD-u. Umjesto toga, to dovodi do pomaka u sastavu proizvodnje u SAD-u, ali ne od izvoznika iz SAD-a i uvoznih-konkurentskih tvrtki, nego kod tvrtki koje imaju koristi od kineskih kapitalnih tokova. Stoga se može očekivati da neće imati srednjoročni ili dugoročni učinak na ukupnu zaposlenost ili nezaposlenost u SAD-u. Kao dokaz za to se može uzeti u obzir da od 1980-ih godina, trgovinski deficit SAD-a bilježi tendenciju rasta kad nezaposlenost opada (i gospodarstvo raste) i pada kada nezaposlenost raste (a gospodarstvo se usporava). Na primjer, deficit tekućeg računa SAD-a dosegao je vrhunac od 6,0% BDP-a u 2006. godini, kada je stopa nezaposlenosti iznosila 4,6%, a u 2009. godini stopa nezaposlenost pala je na razinu od 2,7% BDP-a, kada je stopa nezaposlenosti iznosila 9,3%. Međutim, dobici i gubici u zapošljavanju i proizvodnji uzrokovani trgovinskim deficitom neće biti ravnomjerno raspoređeni po regijama i sektorima gospodarstva: na neki će način dobiti određena područja dok će drugi izgubiti. Iako pomak u sustavu proizvodnje nema negativan učinak na ukupnu proizvodnju u SAD-u dugoročno, mogu biti negativne kratkoročne posljedice. Ako proizvodnja SAD-a u sektor trgovine pada brže od povećanja proizvodnje primatelja kineskog kapitala u SAD-u, ukupna potrošnja u SAD-u i zaposlenost mogli bi privremeno pasti. To je vjerojatnije da će se dogoditi ako je gospodarstvo već u padu nego kad je u punom zapošljavanju. Inače je vjerojatno da prilagodba makroekonomske politike vlade i tržišne snage mogu nadoknaditi bilo koji pad proizvodnje u sektoru trgovine proširenjem drugih elemenata agregatne potražnje. SAD-ov

⁵² Morrison, W. M., & Labonte, M. (2013). *China's Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues* [online]. Washington: Congressional Research Service, str. 24-30. Dostupno na: <https://fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf> [12.06.2019.]

trgovinski deficit s Kinom (ili sa svijetom u cjelini) nije spriječio američku ekonomiju da bilježi visoke stope rasta u prošlosti.

„Studija na Sveučilištu Yale procijenila je da bi aprecijacija yuana od 25% u početku mogla utjecati na pad SAD-ovog uvoza iz Kine i dovesti do veće domaće proizvodnje u Sjedinjenim Američkim Državama i povećati izvoz u Kinu. Međutim, studija procjenjuje da bi koristi za američku ekonomiju bile kompenzirane nižim kineskim gospodarskim rastom (zbog pada izvoza), što bi moglo smanjiti potražnju za uvozom, uključujući onu iz Sjedinjenih Američkih Država. Osim toga, aprecijacija yuana bi povećala troškove SAD-a za uvozne proizvode iz Kine (smanjujući stvarno bogatstvo i realne plaće), te uzrokovala veće kratkoročne kamatne stope u SAD-u. Kao rezultat toga, zbrojem učinaka procijenjeno je da bi aprecijacija yuana od 25% negativno utjecala na ukupnu potražnju i output u SAD-u i rezultirati gubitkom od 57.100 američkih radnih mjesta.“⁵³

„Analiza MMF-a (MMF 2011.) sugerira da bi samo aprecijacija tečaja od strane Kine donijela ograničene koristi za globalno gospodarstvo (uključujući gospodarstvo SAD-a) osim ako nije popraćeno većom kineskom potrošnjom i širenjem sektora usluga. Procjenjuje se da bi aprecijacija yuana od 20% potaknula američki ekonomski rast sa 0,05% na 0,07%, dok bi aprecijacija uz druge reforme za rebalans kineskog gospodarstva potaknula rast u SAD-u za više od 0,15%. Isto istraživanje također je procijenilo da bi aprecijacija yuana od 20% mogla smanjiti kineski gospodarski rast u rasponu od 2,0% do 8,8%, a kombinirajući CNY aprecijaciju s reformama za rebalans kineskog gospodarstva bi mogle imati niz ishoda od poticanja rasta za 1% do smanjenja za 2%.“⁵⁴

Nedavna istraživanja pokazuju da uklanjanje vezanosti tečaja zemlje za drugi tečaj povećava razliku u kamatnim stopama između dviju zemalja. Kada zemlja ima tržišnu snagu, otklanjanje vezivanja tečaja utječe i na tečaj za koji je bio vezan. Ako je tečaj vezivanja relativno sigurna, otklanjanje vezivanja će utjecati na smanjenje kamatne stope. Primjena tog okvira na uočenu promjenu kineske tečajne politike u prosincu 2015. godini pokazuje da bi razdvajajući yuan od

⁵³ Fair, Ray C. (2010.) *Estimated Macroeconomic Effects Of A Chinese Yuan Appreciation* [online]. Cowles Foundation Discussion Paper 1755. New Haven: Yale University, str. 8. Dostupno na: <https://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d17/d1755.pdf> [16.06.2019]

⁵⁴ Morrison, W. M., & Labonte, M. (2013). *China's Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues* [online]. Washington: Congressional Research Service, str. 32. Dostupno na: <https://fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf> [12.06.2019.] prema: International Monetary Fund (2011.) *People's Republic of China*. Washington: IMF. Dostupno na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11192.pdf> [19.06.2019.]

američkog dolara, PBOC skromno smanjio kamatne stope u SAD-u i učinio da američki dolar bude sigurnije sredstvo iz perspektive ulagača. Usprkos tome, promjena tečaja sama po sebi ne daje veliki utjecaj na gospodarstvo jer je još puno faktora koji imaju utjecaj na gospodarstvo u cjelini.

4.4 Aktualni problemi i prijetnja valutnog rata

Dolaskom Trumpa na mjesto predsjednika Sjedinjenih Američkih Država zaoštreni su odnosi sa Kinom. Dvije države započele su trgovinski rat koji ima tendencije da preraste u valutni rat koji bi bio štetan ne samo za ove dvije države, već i za svjetsko gospodarstvo. Trump je u veljači 2017. godine upozorio Kinu da prestane manipulirati svojim tečajem kako bi ostvarila relativnu prednost u odnosu na SAD. Trumpova izjava utemeljena je na istrazi koju je proveo američki ministar trgovine, koja je preporučila uvođenje 30 milijardi dolara novih carina na robe koje se svake godine uvoze iz Kine. Trump je udvostručio iznos, prijeteci povećanjem carina na uvoz na 60 milijardi dolara.

22. ožujka 2017. godine američki predsjednik Donald Trump poduzeo je određene mjere prema Kini koje se tiču njihovog međusobnog trgovinskog odnosa. Razlog za takvu odluku bila je tvrdnja da Kina izvozi robu u SAD na temelju know-how-a koji pripadaju američkim tvrtkama, i kao rezultat toga krade intelektualno vlasništvo. 3. travnja 2017. godine Ured trgovinskog predstavnika SAD-a (USTR) je objavio popis predloženih 25% ad valorem tarifa na vrijednosti od oko 50 milijardi dolara kineskih proizvoda. USTR je izjavio da su predložene tarife usmjerene na kineske proizvode u sektorima koji se odnose na industrijske politike visoke tehnologije u Kini. USTR je identificirao zrakoplovnu, informacijsku i komunikacijsku tehnologiju, robotiku i proizvodnju strojeva kao sektore na koje se odnosi popis. „Kina je odmah 4. travnja 2017. godine odgovorila popisom različitih proizvoda SAD-a, uključujući soju, zrakoplove, motorna vozila i motorne dijelove, za koje bi se primjenjivale tarife ad valorem od 25% ako bi SAD počeo primjenjivati spomenute tarife. Istog dana, Kina je pokrenula rješavanje spora kod WTO-a protiv Sjedinjenih Američkih Država u vezi s najavljenim tarifama. 29. svibnja 2017. godine Bijela kuća priopćila je kako planira krenuti dalje uvođenjem sankcija protiv Kine nametanjem dodatnih 25% ad valorem tarifa na 50 milijardi USD uvoza iz Kine. Do danas su Sjedinjene Američke Države uvele povećane carine na kineske proizvode vrijedne 34 milijarde dolara, a objavljeni su i prijedlozi za povećanje

tarifa u iznosu od 16 milijardi i 200 milijardi dolara vrijednosti već spomenutih kineskih proizvoda, te je objavljena prijetnja uvođenja dodatnih tarifa od 200 milijardi dolara vrijednosti novih kineskih proizvoda. Zajedno, povećanje tarifa moglo bi utjecati na 450 milijardi dolara vrijednosti uvoza iz Kine u SAD.⁵⁵

Mnogo prije nego što je postao predsjednik SAD-a, Donald Trump se ogradio od onoga što je on kasnije nazvao manipulacijom valute od strane Kine zbog ekonomske koristi, čak i kada to nije bilo posve točno. Sada, zahvaljujući Trumpovom eskalirajućem trgovinskom ratu, Kina je sve više u iskušenju da svojoj valuti dopusti daljnji pad vrijednosti - upravo ono što su predsjednik i ostatak njegove administracije upozorili Peking da ne učini. Kina je do sada odgovorila na trgovinski rat Trumpove administracije, posebno na carine na kineski uvoz u vrijednosti od 250 milijardi dolara, s vlastitim tarifama za američke proizvode, posebno poljoprivredne proizvode. No, Kina ostaje bez „oružja“ tim načinom borbe, jer uvozi mnogo manje od Sjedinjenih Američkih Država nego što izvozi u SAD, ostavljajući Peking u potrazi za drugim načinima da odgovori Washingtonu, kao što su stavljanje novih prepreka za američke tvrtke i prodiranje ciljeva američke vanjske politike. Ali Kina posjeduje još uvijek snažne, iako rizične, ekonomske mjere. Tijekom proljeća i ljeta, Peking je našao jedan od načina da smanji veći dio štete od američkih tarifa, puštajući da se valuta spusti za oko 9% u odnosu na dolar na najnižu razinu u nekoliko godina, čineći vlastiti izvoz mnogo jeftinijim i uglavnom uspijeva nadoknaditi utjecaj američkih tarifa. Za vrijednost kineskog yuana da padne tako daleko, tako brzo, bila je svjesna odluka, jer Peking još uvijek uvelike kontrolira vrijednost svoje valute i mogao je intervenirati kako bi zaustavio klizanje. Neki kineski stručnjaci za trgovinu tvrde da su kineski vladari sada u dovoljnoj količini protiv Trumpa da bi uskoro mogli ponovno pustiti pad yuana. To je bio signal Washingtonu da im se ne sviđa ono što rade, a ako nastave uvoditi tarife, Kinezi su spremni značajno oslabiti valutu, te će eskalirati i valutni rat pored već u tijeku „trgovačkog rata.“ Na neki način, raniji potez da se oslabi yuan bio je jednostavna odluka, budući da je valuta u prošloj godini stalno dobivala na vrijednosti, dajući joj prostora da padne bez nanošenja ozbiljne štete. No, kineska valuta sada deprecira zbog niza čimbenika. Kako Sjedinjene Američke Države povećavaju kamatne stope, to čini kineske stope relativno manje privlačnim, potiskujući juan. Kineski središnji bankari također pokušavaju ubrizgati više gotovine u bankarski sustav, u osnovi provodeći onu "labavu" monetarnu politiku

⁵⁵ Maoz S. (2018.) A Closer Look at Currency War with China. *The Jerusalem post*. Dostupno na: <https://www.jpost.com/International/A-closer-look-at-the-currency-war-with-China-564069> [14.06.2019.]

koja bi trebala podupirati rast koji također teži potiskivanju valuta. Sada, sa tarifama koje je nametnuo Trump i koje će se još više povećati, postoje strahovi da bi Kina mogla dopustiti pad yuana kao što je to učinila u ljeto 2019. godine, što je u suštini oslobodilo devalvaciju valute koja bi dodatno pojačala bilateralne napetosti. Krajem rujna 2018. godine Sjedinjene Američke Države naplaćivale su 10%-tne tarife na 200 milijardi dolara vrijedne kineske robe, a tarifa bi trebala porasti na 25% u siječnju 2019. godine. Trump je također zaprijetio dodatnim tarifama za kineske proizvode vrijedne 267 milijardi dolara, dodajući da će se odnositi na sve što Kina šalje u Sjedinjene Američke Države. Ove eskalirajuće akcije SAD-a, a posebno vjerojatnost da će tarife skočiti na 25% daju novo alarmantno stanje za kineske trgovce. Peking ne pokazuje znakove odustajanja, no daljnja devalvacija bi bila riskantna igra za Kinu, koja je ušla, kako bi stabilizirala yuan krajem ljeta 2018. godine odmah iznad kritičkog psihološkog praga od oko 7 yuana za američki dolar. Ako Peking odluči pustiti deprecijaciju yuana još više, to bi moglo uplašiti kineske štediše i domaća tržišta dionica i potkopati osjećaj kontrole kineskog vodstva. Za Kinu, deprecijacija yuana će poslužiti za nekoliko različitih ciljeva. Ovisno o tome koliko yuan bude deprecirao, ona bi nadoknadila većinu nadolazećih američkih tarifa, čineći kineski izvoz jednako konkurentnim kao što je bio prije početka trgovinskog rata. To je važno razmatranje sada kada se šteta od američkih tarifa počinje prožimati kroz kinesko gospodarstvo.

Ali postoji još jedan razlog zbog kojeg bi pad yuana mogao privući pažnju političara u Pekingu: to bi moglo ugroziti globalna tržišta dionica, uključujući i Sjedinjene Američke Države. Kada je Kina u ljeto 2015. devalvirala yuan, burze širom svijeta zadrhtale su. S obzirom na važnost dinamičnih cijena dionica prema Trumpovoj percepciji njegovog gospodarskog upravljanja, takav potez mogao bi privući njegovu pozornost. No, za takvo djelovanje postoji mnogo rizika. Kina je pretrpjela masovni bijeg kapitala tijekom deprecijacije valute od 2015. do 2016. godine, budući da su kineski ulagači željeli pobjeći iz imovine u yuanima. Dopuštanje daljnjeg pada yuana moglo bi potaknuti još jedan ogroman odljev kapitala. Onda opet, nakon te epizode, Peking je postavio neka ograničenja kako bi ograničio bijeg kapitala, što bi moglo učiniti devalvaciju primamljivijom. Ostaje veliko pitanje: jesu li kineski političari više uplašeni da će trgovinski rat potisnuti gospodarstvo ili da će jeftiniji yuan dovesti do još jednog egzodusa kineskog kapitala? Jeftinija kineska valuta ne bi imala samo utjecaj u Kini. To bi vjerojatno potisnulo i druge valute tržišta u nastajanju, što bi dodatno otežalo njihovo zaduživanje (čak i ako bi to umanjilo neke izvozne prednosti Kine).

Jeftini yuan i „poplava“ kineskog uvoza također bi dodatno razljutili Japan i Europsku uniju, koja je nastojala pridružiti se Trumpovoj administraciji u jedinstvenom odgovoru na kineske trgovinske prakse općenito. Jedini način na koji Peking vjerojatno može izbjeći daljnju devalvaciju je ulaskom i aktivnim podupiranjem valute, kao što je to učinio od 2015. do 2016. godine potrošnjom više od 1 bilijuna dolara u deviznim rezervama. To bi moglo stabilizirati odnose dviju država, ali bi također predstavljalo neobično pitanje za administraciju koja je tako glasna o potrebi da Peking prestane manipulirati svojom valutom. Ironija je za američku administraciju da u skoroj budućnosti Sjedinjene Američke Države zapravo žele da Kina nastavi upravljati svojim tečajem.⁵⁶

⁵⁶ Johnoson K. (2018.). Is the Trade War About to Become a Currency War. *Foreign Policy*. Dostupno na: <https://foreignpolicy.com/2018/10/03/us-china-trade-war-about-to-become-currency-war-yuan-renminbi/> [16.06.2019]

5 Utjecaj tečajnih politika Sjedinjenih Američkih Država i Kine na globalna tržišta

5.1 Utjecaj tečajne politike Sjedinjenih Američkih Država na globalna tržišta

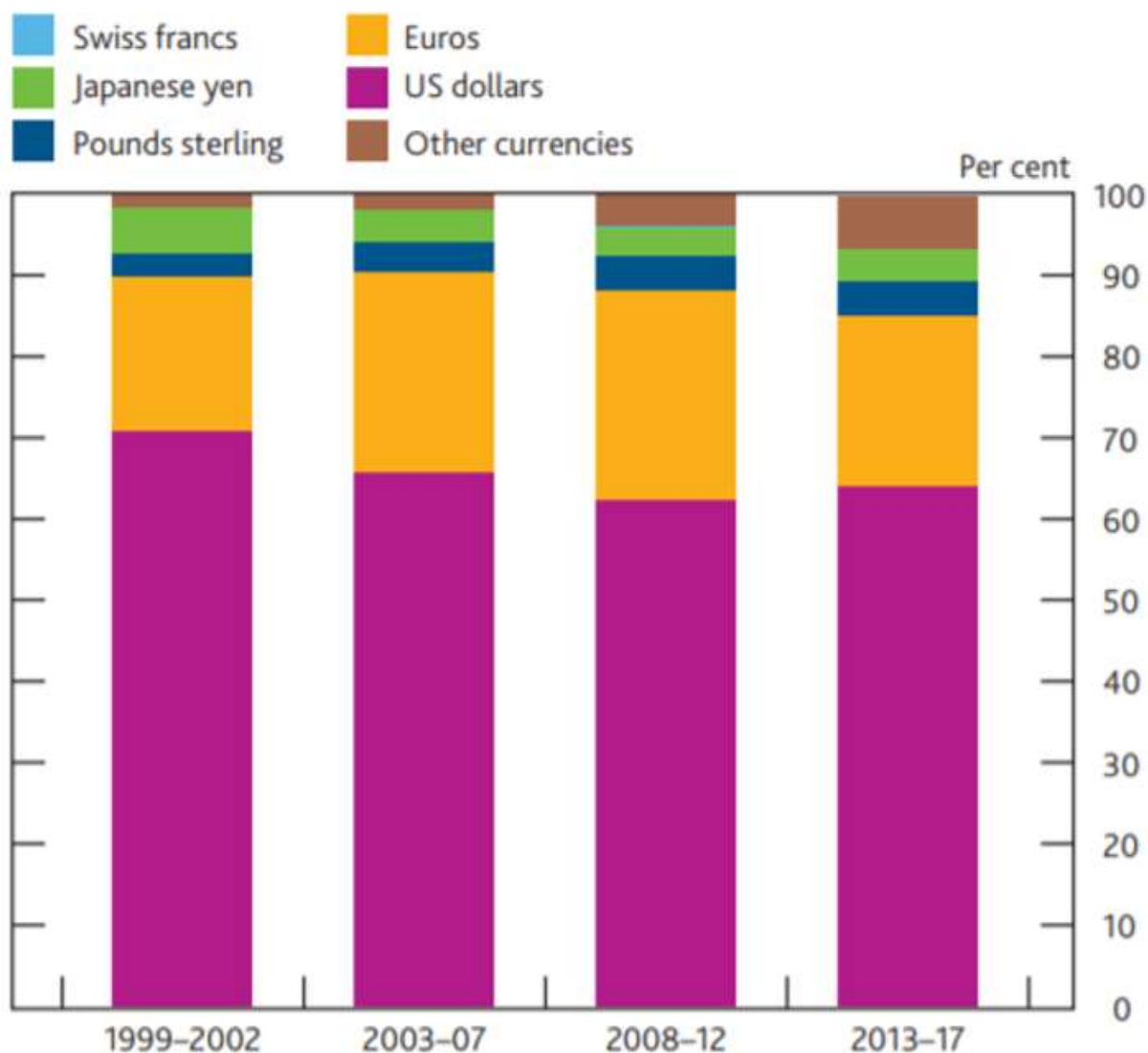
„Američki dolar je najrasprostranjenija valuta u međunarodnoj trgovini, a u svim transakcijama na deviznom tržištu sudjeluje s 86%. Razlozi za tako široku upotrebu i oslanjanje na američki dolar jesu: a) inercija, b) veličina snaga i stabilnost gospodarstva SAD-a, c) vojna i politička moć SAD-a u svijetu.“⁵⁷ Dolar je također glavna rezervna valuta u svijetu. Predstavlja najveći postotak deviznih rezervi koje drže globalne vlade i privatne institucije. Zapravo, većina američkih novčanica se drži izvan Sjedinjenih Američkih Država i nerezidenata - nazivaju se još i eurodolari. Američki dolar se široko koristi na financijskim tržištima. To je najčešća valuta izbora za prekogranično kreditiranje i izdavanje međunarodnog duga, posebno za tvrtke na tržištima u nastajanju. Te globalne uloge američkog dolara oblikuju kanale promjene u njegovoj vrijednosti koji mogu imati posljedice izvan granice SAD-a. One nadilaze standardni učinak na bilateralne trgovinske tokove sa Sjedinjenim Američkim Državama. Tradicionalni vanjskotrgovinski kanal implicirao bi to da kada se američki dolar aprecira u odnosu na druge valute zemalja, proizvodi te zemlje postaju sve više konkurentni u odnosu na američke proizvode, povećavajući izvoz i proizvodnju konkurentne zemlje s obzirom da zbog slabije valute u odnosu na dolar imaju prednosti pri formiranju cijena roba. Roba konkurentnih zemalja postaje jeftinija zemljama uvoznicama u odnosu na dolar koji je aprecirao. Ali ako se njen izvoz fakturira u dolarima, postoji mogućnost da se konkurentnost ne može ostvariti. Ako tvrtke imaju dugove u dolarima, a u iznosu domaće valute trebale su ih vratiti, taj dug će se povećati i usporiti gospodarski rast. Nasuprot tome, oni koji drže dolarska sredstva, na primjer vlade s velikim rezervama u američkim dolarima ostvariti će bogatstvo koje bi moglo poduprijeti potrošnju i stoga i gospodarski rast. Ovi različiti kanali znače da nije lako procijeniti utjecaj dolara na rast proizvodnje ostatka svijeta. Isključujući izravne učinke onoga što uzrokuje aprecijaciju, kao što je restriktivna američka monetarna politika ili promjene u segmentu rizika ulagača, razdoblja aprecijacije američkog dolara povezana su s nižim realnim

⁵⁷ Lovrinović I. (2015.) *Globalne Financije*. 1. izdanje. Zagreb: Acent d.o.o.. str. 342

rastom proizvodnje u ostatku svijetu, kako u razvijenim, tako i u tržištima u nastajanju. Ovaj rezultat je u suprotnosti s poticajima koji se mogu očekivati od tradicionalnog kanala.

Američki dolar je valuta denominacije za veliki udio strane imovine koju investitori biraju kao zalihu vrijednosti. Američki dolar se obično koristi kao rezervna valuta, od strane vlade i privatnog sektora. To znači da je u dolar najčešće devizna rezerva koju zemlja drže, te da je najčešća valuta koja se koristi u internacionalnim transakcijama i ulaganjima. Na primjer, Slika 3 pokazuje ključnu ulogu koju dolar ima kao glavna valuta u deviznim pričuvama koje drže središnje banke, s udjelom od oko 70% ukupnog gospodarstva.

Slika 3: Struktura deviznih rezervi u svijetu prema podacima International Monetary Fund



Izvor: International Monetary Fund (2018.). Dostupno na: <https://www.imf.org/external/index.htm>
[14.06.2019.]

Američki dolar se također široko koristi kao valuta za fakturiranje u vanjske trgovine, čak i među zemljama izvan SAD-a. Na primjer, izvoz iz Brazila u Ujedinjeno Kraljevstvo može se fakturirati u američkim dolarima, iako to nije nacionalna valuta. Konačno, američki dolar igra ključnu ulogu u financiranju izvan Sjedinjenih Američkih Država, i putem bankovnih kredita i na međunarodnim tržištima duga. To jest, ne-američka poduzeća će izdati dugove i dobiti bankovne kredite

denominirane u američkim dolarima čak i kada nisu rezidenti SAD-a i/ili njihov izvor prihoda nisu pretežno nominirani u američkim dolarima. To osobito vrijedi za tvrtke na tržištima u nastajanju, gdje su i dionice duga u američkim dolarima na međunarodnim tržištima i prekogranično kreditiranje banaka u američkim dolarima veće od jednakih iznosa denominiranih u svim ostalim valutama. Dominacija prekograničnog zaduživanja u američkim dolarima nije ograničena na tržišna gospodarstva u nastajanju. Međunarodni dug i prekogranični zajmovi u američkim dolarima za napredne ekonomije su niži nego za tržišta u razvoju, ali još su uvijek na visokoj razini. Promjene u vrijednosti američkog dolara urokuje promjene relativnih cijena američkog izvoza i uvoza u odnosu na inozemne alternative. U slučaju aprecijacije američkog dolara, cijene američke robe u drugim zemljama porastu u usporedbi s lokalnim supstitutima. Osim toga, strane robe postaju relativno jeftinije za američke potrošače, potičući uvoz od ostatka svijeta.

U mnogim tradicionalnim ekonomskim modelima te dinamike potiču gospodarski rast u inozemstvu, a smanjuju rast unutar SAD-a. Međutim, različite međunarodne uloge američkog dolara znače da su promjene u njegovoj vrijednosti izvan klasičnog trgovinskog kanala. Usredotočujemo se na primjere u slučaju aprecijacije američkog dolara. Američki dolar kao valuta za inozemno fakturiranje trebao bi najviše utjecati na zemlje koje trguju izravno sa Sjedinjenim Američkim Državama. Međutim, kako se već prethodno objašnjava, postoji dodatna dimenzija američkog dolara koja utječe na trgovinu između zemalja izvan SAD-a. Cijene izvoza i uvoza često se sporije mijenjaju u odnosu na valutu fakturiranja. Na primjer, izvoznici mogu brinuti o cijenama njihovih konkurenata, kada odaberu vlastite cijene, i tako ih drže nepromijenjenim čak i kada dolazi do promjene u vrijednosti valute fakturiranja. U tom slučaju marže (razlika između troškova proizvodnje dobra ili usluge i prodajne cijene) variraju u zajedno s tečajem. Na primjer, brazilski izvoznici u Ujedinjeno Kraljevstvo neće nužno smanjiti cijenu (u američkom dolaru) koju oni naplaćuju za izvoz kad brazilski tečaj realno deprecira, iako su njihovi troškovi smanjeni kada se mjere u američkim dolarima.⁵⁸

Zaključno, utjecaj američkog dolara na ostatak svijeta ovisit će o razvijenosti tih gospodarstava i njihovoj povezanosti. U Latinskoj Americi, gospodarstva u nastajanju poput Čilea, Brazila i

⁵⁸ Eguren Martin, F., Mukhopadhyay, M., i van Hombrecht, C. (2017). *The global role of the US dollar and its consequences* [online]. London: Bank of England Quarterly Bulletin, Q4. Dostupno na: <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2017/q4/the-global-role-of-the-us-dollar-and-its-consequences> [15.06.2019.]

Venezuele trpjeti će posljedice snažnog američkog dolara. Te su zemlje izvoznici robe. Međunarodna tržišta cijene robu u američkim dolarima, a snažan dolar učinit će robu skupljom za druge zemlje. Uz manje potražnje, cijena roba će pasti. U Čileu cijena bakra (koja čini preko 40% nacionalnog izvoza) opada. Međutim, zemlje koje su neto uvoznici nafte mogu nadoknaditi razliku štednjom nafte. Cijene nafte, kao roba, također padaju s rastom dolara. U Aziji, tržišta u nastajanju Indija i Kina su neto uvoznici i nafte i roba. Ekonomije koje uvoze robu imaju koristi od jeftinije cijene roba koju donosi jak dolar. Indija i Kina također će imati koristi od povećane potražnje za izvozom proizvedenih proizvoda jer rastući dolar povećava vrijednost koju si američki potrošači mogu priuštiti.

Rusija i glavni izvoznici nafte na Bliskom istoku, uključujući Saudijsku Arabiju, Irak i Iran, suočavaju se s posljedicama snažnog dolara koji smanjuje cijene nafte. Organizacija zemalja izvoznica nafte (OPEC) nije odgovorila kao što bi inače u okolnostima kada dolazi do pada cijene nafte. U tim slučajevima smanjila bi se cijena nafte. OPEC se nada da će prožimanjem tržišta naftom i spuštanjem cijena zauzeti veći tržišni udio. Niže cijene znatno će otežati trgovinske račune većine zemalja izvoznica nafte. Valuta tih zemalja također će se smanjiti u odnosu na američki dolar. Na primjer, ruska rublja doživljava nagli pad u odnosu na dolar, te je tako 13.08.2018. dosegla najniže razine u zadnjih 3 godine u iznosu od 69,4 ruske rublje naspram jednog američkog dolara .

„Na zemlje u eurozoni tako u zadnjih nekoliko godina negativno utječe snažan američki dolar. Europska središnja banka (ECB) pokrenula je 2015.godine plan kvantitativnog popuštanja. Središnja banka kupila je obveznice u vrijednosti od 60 milijardi eura mjesečno za ukupno 720 milijardi eura kako bi pokrenula stagnirajuće i deflacijsko gospodarstvo eurozone. Od tada se aktivnost eurozone ubrzala, a neke procjene sugeriraju da je kvantitativno popuštanje doprinijelo 0,75% prosječnoj godišnjoj stopi rasta od 2,25%. Snažan američki dolar također je dobar za turizam u Europi jer će sve više Amerikanaca, privučenih slabim eurom, dolaziti na odmor u Europi. Američki dolar ima veliki utjecaj na svjetsko gospodarstvo. Budući da će se dolar okupiti tijekom sljedećih nekoliko godina, mnoge će zemlje biti zahvaćene. Učinak jakog dolara bit će različit za zemlje ovisno o ekonomskoj strukturi i politici svake zemlje.“⁵⁹

⁵⁹ Kushal Agawral (2018.), Countries Most Affected By A Strong Dollar. *Investopedia*. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/articles/investing/050615/countries-most-affected-strong-us-dollar.asp> [16.06.2019.]

5.2 Utjecaj tečajne politike Kine na globalno tržište

Kineska tečajna politika i dalje ima najveći utjecaj na tržište Sjedinjenih Američkih Država s obzirom da su im oni najveći trgovinski partner, ali zauzimanjem sve važnije pozicije yuana, utjecaj kineske tečajne politike se još više širi.

Kina želi da njezina valuta, yuan, zamijeni američki dolar kao glavnu svjetsku valutu. To bi joj dalo veću kontrolu nad kineskim gospodarstvom. Kako ekonomska moć Kine raste, poduzimaju se koraci da se to i ostvari. Prije nego yuan može postati globalna valuta, prvo mora biti uspješan kao rezervna valuta. „To bi Kini dalo sljedećih četiri prednosti:

- Yuan bi se koristio za određivanje cijene međunarodnih ugovora. Kina izvozi puno roba čija se cijena izražava u američkim dolarima. Ako bi cijene bile u yuanima, Kina ne bi morala toliko brinuti o vrijednosti dolara.
- Sve središnje banke morale bi držati yuan kao dio svojih deviznih rezervi što bi povećalo potražnju za yuanom. To bi smanjilo kamatne stope za obveznice denominirane u yuanima.
- Kineski izvoznici imali bi niže troškove zaduživanja.
- Kina bi imala veću ekonomsku moć u odnosu na Sjedinjene Američke Države.“⁶⁰

30. studenog 2015. godine Međunarodni monetarni fond dodijelio je status rezervne valute yuanu. MMF je dodao yuan svojoj posebnoj košarici prava vučenja 1. listopada 2016. godine. Zašto je MMF donio takvu odluku? Kineski čelnici žele poboljšati životni standard kako bi izbjegli novu revoluciju. Narodna banka Kine zadržala je yuan po fiksnom tečaju prema dolaru. To je omogućilo rast kineskog gospodarstva zahvaljujući niskim troškovima izvoza u Sjedinjene Američke Države. Kao rezultat toga, udio Kine u međunarodnoj trgovini i bruto domaćem proizvodu porastao je na oko 10%. Kako je trgovina rasla, tako je i rasla potražnja za yuanom. U kolovozu 2015. godine postao je četvrta najtraženija valuta u svijetu. Porasla je s 13.-og mjesta u samo tri godine. On je nadmašio japanski jen, kanadski dolar i australski dolar. Središnje banke trebale bi povećati svoje devizne rezerve yuana kako bi osigurale sredstva za tu razinu trgovine. Središnje banke same bi trebale kupiti oko 700 milijardi dolara vrijednog yuana. Međutim, banke nikada nisu kupile sve

⁶⁰ Johnoson K. (2018.). Is the Trade War About to Become a Currency War. *Foreign Policy*. Dostupno na: <https://foreignpolicy.com/2018/10/03/us-china-trade-war-about-to-become-currency-war-yuan-renminbi/> [16.06.2019]

eure koje bi trebale imati, iako je Europska Unija druga najveća svjetska ekonomija kada uključimo i Ujedinjeno Kraljevstvo u njezin sastav. Većina međunarodnih transakcija još uvijek se obavlja u američkim dolarima, iako je trgovina smanjena. MMF zahtijeva od Kine da liberalizira svoja tržišta kapitala. Trebalo bi omogućiti slobodan promet yuana na deviznim tržištima. To omogućuje središnjim bankama da ga drže kao rezervnu valutu. Da bi se to dogodilo, kineska središnja banka mora otpustiti vezanje yuana za dolar. Kina mora imati jasnije komunikacije o svojim budućim aktivnostima u vezi s yuansom. 14. kolovoza 2015. godine, PBOC je ublažio stopu konverzije yuana prema dolaru. Umjesto fiksnog tečaja, vrijednost yuana bi se postavila na njezinu završnu vrijednost prethodnog dana. Umjesto povećanja, kao što su mnogi očekivali, yuan je pao 3% u sljedeća dva dana. PBOC je stabilizirao stopu. Sada ima slobodu dopustiti da yuan bude jače sredstvo u monetarnoj politici. Takvo kretanje yuana zabrinuo je kritičare kineskih reformi, od kojih su mnogi bili članovi američkog Kongresa. Upozorili su da će vrijednost yuana porasti za čak 30% ili više. To bi uništilo konkurentsku prednost Kine kao izvoznika. 30. studenoga 2015., PBOC je neformalno priopćio kako će yuan omogućiti deprecijaciju između 3 i 5% u 2016. godini. Dana 11. prosinca 2015. godine, Banka je objavila da će početi prebacivati dolar na košaricu valuta. Ta košarica uključuje dolar, euro, jen i 10 drugih valuta. Usprkos takvim najavama, to se nije ostvarilo.

Kineski čelnici počinju olakšavati trgovinu yuana na deviznim tržištima. Da bi se to postiglo, više su otvoreni financijski i politički sustavi. 23. ožujka 2015. godine Kina je podržala yuan trgovačko središte za Ameriku. To kanadskim tvrtkama olakšava obavljanje transakcija yuana u kanadskim bankama. Kina je otvorila slična trgovačka središta u Singapuru i Londonu. Bivši gradonačelnik New Yorka Michael Bloomberg predsjedatelj je radne skupine za trgovinu i kliring u SAD-u. To je stvaranje trgovačkog centra yuana u SAD-u. Skupina uključuje bivše tajnike Sjedinjenih Država Hank Paulson i Tim Geithner. Takav bi centar smanjio troškove za američke tvrtke koje trguju s Kinom. To bi također omogućilo financijskim tvrtkama u SAD-u da ponude izvedenice denominirane yuanima. Razina trgovine nije jedini razlog zbog kojeg je američki dolar svjetska rezervna valuta. Snaga američke ekonomije ulijeva povjerenje. Najvažnije su transparentnost financijskih tržišta SAD-a i stabilnost njegove monetarne politike. S druge strane, Stuart Oakley, izvršni direktor Nomura, jedne od najvećih financijskih tvrtki na azijskom tržištu, istaknuo je u članku iz 2013. da Kina posjeduje 5 trilijuna dolara neraspoređenih rezervi središnje banke i da bi

to moglo biti u yuanima. Kako se uspostavlja više bilateralnih swap linija i Kina se kreće dalje putem liberalizacije tržišta kapitala, apetit središnjih banaka za posjedovanjem te valute će rasti.⁶¹

Utjecaj tečajne politike Kine dolazi do izražaja i u drugim zemljama, posebice u Aziji. Devalvacija valute nije ništa novo. Od Europske unije do zemalja u razvoju, mnoge su zemlje povremeno devalvirale svoju valutu kako bi regulirale svoje gospodarstvo. Međutim, kineska devalvacija mogla bi biti problematična za globalno gospodarstvo. S obzirom na to da je Kina najveći izvoznik na svijetu i drugo po veličini gospodarstvo, svaka promjena koju takav veliki subjekt čini makroekonomskim krajolikom ima značajne posljedice. Budući da kineska roba postaje jeftinija, mnoga mala i srednja izvozna gospodarstva mogu umanjiti prihode od trgovine. Ako su te zemlje opterećene dugom i imaju veliku ovisnost o izvozu, njihova bi gospodarstva mogla trpjeti. Na primjer, Vijetnam, Bangladeš i Indonezija uvelike se oslanjaju na izvoz obuće i tekstila. Te bi zemlje mogle jako patiti ako kineska devalvacija učini da njezina roba bude jeftinija na globalnom tržištu.

Za Indiju, koja je jedna od rastućih konkurenata Kini, slabija kineska valuta imala je nekoliko implikacija. Kao rezultat odluke Kine da dopusti deprecijaciju yuana u odnosu na dolar, potražnja za dolarima porasla je širom svijeta, uključujući i Indiju, gdje su investitori kupovali dolare što je utjecalo na smanjenje potražnje za rupijem. Indijska je valuta odmah pala na najnižu razinu od dvije godine prema dolaru i ostala niska tijekom druge polovice 2015. godine. Prijetnja većim tržišnim rizikom u nastajanju kao posljedica devalvacije yuana dovela je do povećane volatilnosti na indijskim tržištima obveznica, što je izazvalo dodatne slabosti za rupiju. Normalno, pad rupija bi pomogao domaćim indijskim proizvođačima tako što bi njihove proizvode učinili pristupačnijim za međunarodne kupce. Međutim, u kontekstu slabijeg yuana i usporavanja potražnje u Kini, malo konkurentnija rupija vjerojatno neće nadoknaditi slabiju potražnju koja ide naprijed. Osim toga, Kina i Indija konkuriraju u brojnim industrijama, uključujući tekstil, odjeću, kemikalije i metale. Slabiji yuan značio je veću konkurenciju i niže marže za indijske izvoznike; to je također značilo da bi kineski proizvođači mogli iskrcati robu na indijsko tržište i time uništiti domaće proizvođače.

Kao najveći potrošač energije na svijetu, Kina igra značajnu ulogu u određivanju cijene sirove nafte. Odluka kineske središnje banke da devalvira yuan signalizirala je ulagačima da će se kineska

⁶¹ Amadeo K. (2019.) Yuan Reserve Currency to Global Currency. *The Balance*. Dostupno na: <https://www.thebalance.com/yuan-reserve-currency-to-global-currency-3970465> [18.06.2019.]

potražnja za robom, koja se već usporavala, nastaviti smanjivati. Globalna referentna vrijednost Brent sirove nafte pala je više od 20% nakon što je Kina sredinom kolovoza devalvirala svoju valutu. Za Indiju, svaki pad cijene nafte od 1 \$ rezultirao je padom 1 milijarde dolara u državnom proračunu za uvoz nafte, koji je u fiskalnoj godini 2015. iznosio 139 milijardi dolara. S druge strane, pad cijena roba znatno je otežao indijskim proizvođačima da ostanu konkurentni, osobito visoko zadužene tvrtke koje djeluju u čeličnoj, rudarskoj i kemijskoj industriji. Osim toga, bilo je razumno očekivati da će deprecijacija yuana dovesti do daljnjih slabosti u cijeni ostalih roba koje je Indija uvezla iz Kine čineći time Indiji još teže ostati konkurentna na domaćem i međunarodnom tržištu.⁶²

⁶² Investopedia (2019.), Chinese Devaluation Yuan. *Investopedia*.

Dostupno na: <https://www.investopedia.com/trading/chinese-devaluation-yuan/> [17.06.2019]

6 Zaključak

Kina i Sjedinjene Američke Države su kroz povijest imale različite puteve tečajnih politika te je malo tko mogao predvidjeti da bi jednog dana tečajni režimi mogli biti veliki problem između tih dvaju država. Kina je imala razne tečajne režime, ali nakon značajnijeg napretka njezinog gospodarstva yuan je veći dio vremena, službeno ili neslužbeno, bio direktno vezan za dolar. S druge strane dolar je već nakon Drugog svjetskog rata postao glavna svjetska valuta te su odluke o američkoj tečajnoj politici imale već tada utjecaj na cijeli svijet. Kina i Sjedinjene Američke Države danas su dva najveća gospodarstva na svijetu čije političke i ekonomske odluke imaju utjecaj na globalno gospodarstvo. Isto tako je i s njihovim tečajnim politikama. Dolar je već godinama glavna svjetska valuta čije promjene te stoga promjene u tečajnoj politici SAD-a sa sobom povlače brojne globalne posljedice. U zadnjih nekoliko godina Kina je sve utjecajnija zemlja pa je kao posljedica toga i njezina valuta i tečajna politika sve značajnija. Poseban međusobni odnos kada govorimo o tečajevima imaju ove dvije zemlje. Kina je najveći uvoznik roba i uluga s područja SAD-a, SAD ima najveći trgovinski deficit i dug prema Kini pa sukladno tome možemo reći da su tečajne politike ovih dvaju država međuoavisne. Kini se često predbacuje podcijenjenost valute kako bi svoju proizvodnju, odnosno izvoz, učinila konkurentnijim u odnosu na ostale zemlje svijeta. Glavni protivnik takve politike je SAD upravo zbog prethodno navedenih značajnih tečajnih i trgovinskih veza sa Kinom. Zbog brojnih trgovinskih sukoba između SAD-a i Kine u posljednje vrijeme sve se značajnije spominje mogućnost valutnog rata. Kineske prijetnje da će se protiv američkih trgovinskih barijera početi braniti korištenjem tečajne politike, odnosno deprecijacijom yuana, mogu imati ozbiljne posljedice i uzdrmati svjetsko gospodarstvo.

Literatura

1. Amadeo K. (2019.) *Yuan Reserve Currency to Global Currency*. *The Balance*. Dostupno na: <https://www.thebalance.com/yuan-reserve-currency-to-global-currency-3970465> [11.06.2019]
2. Baum, C. F., Kurov, A., i Wolfe, M. H. (2015). *What do Chinese macro announcements tell us about the world economy?*. London: *Journal of International Money and Finance*, 59, 100-122.
3. BNP Paribas (2016.), *China A New Exchange Rate Policy* [online]. Paris: BNP. Dostupno na: <https://economicresearch.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=27056> [10.06.2019]
4. Bordo, M. D., i Humpage, O. F. (2014). *Federal Reserve Policy and Bretton Woods* [online] Cambridge: National Bureau of Economic Research. Dostupno na: <https://www.dallasfed.org/-/media/documents/institute/wpapers/2014/0206.pdf> [10.06.2019]
5. Clark, J. (2017). *China's Evolving Managed Float: An Exploration of the Roles of the Fix and Broad Dollar Movements in Explaining Daily Exchange Rate Changes* [online]. New York. Federal Reserve Bank of New York. Dostupno na: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr828.pdf [17.06.2019.]
6. Eguren Martin, F., Mukhopadhyay, M., i van Hombreeck, C. (2017). *The global role of the US dollar and its consequences* [online]. London: Bank of England . Dostupno na: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2017/the-global-role-of-the-us-dollar-and-its-consequences.pdf> [12.06.2019.]
7. Frankel, J. A., & Wei, S. J. (2007). *Assessing China's exchange rate regime*. Working paper. Cambridge: Harvard University. Dostupno na: <https://www.nber.org/papers/w13100.pdf> [18.06.2019]
8. Fidrmuc, J. i Siddiqui, M. (2014.). *Exchange Rate Policy in China after the Financial Crisis: Estimation of the Time-Varying Exchange Rate Basket*. Las Vegas: CES info Area Conferences 2014.
9. Fu, Q. (2017). *How the Changes in Exchange Rate Affect the Chinese Economic Growth?* [online]. Lund: Lund University. Dostupno na: <http://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=8915422&fileId=8915428> [14.06.2019.]
10. Goldstein M. i Lardy N. (2010.) *Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era*. Peterson Institute for International Economic. Dostupno na: https://piie.com/publications/chapters_preview/4167/01iie4167.pdf [07.06.2019.]
11. Investopedia (2019.), *Chinese Devaluation Yuan* [online]. *Investopedia*. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/trading/chinese-devaluation-yuan/> [17.06.2019]

12. Isard, P. (1995). *Exchange rate economics* [online]. Working paper. Cambridge: Cambridge University Press. Dostupno na:
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.183.7310&rep=rep1&type=pdf>
[12.06. 2019.]
13. Kushal Agawral (2018.), Countries Most Affected By A Strong Dollar. *Investopedia*. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/articles/investing/050615/countries-most-affected-strong-us-dollar.asp> [16.06.2019.]
14. Lin, J. Y., Cai, F., i Li, Z. (2003). *The China miracle: Development strategy and economic reform* [online]. Hong Kong: The University of Hong Kong; University. Dostupno na: <https://www.amazon.com/China-Miracle-Development-Strategy-Economic/dp/9622019854>
[13.06.2019.]
15. Lovrinović (2015.) *Globalne Financije* 1. izdanje. Zagreb: Acent d.o.o..
16. McKinnon, R., i Schnabl, G. (2010). *China's exchange rate impasse and the weak US dollar: In The New International Monetary System* [online] . Working paper. Stanford: Stanford University. Dostupno na:
[:http://kingcenter.stanford.edu/sites/default/files/publications/493wp_0.pdf](http://kingcenter.stanford.edu/sites/default/files/publications/493wp_0.pdf) [13.06. 2019.]
17. Mehran, H., Laurens, B., Quintyn, M., & Nordman, T. (1996). *Monetary and exchange system reforms in China: An experiment in gradualism* [online]. Ocasional paper. Washington: International monetary fund. Dostupno na:
https://www.researchgate.net/profile/Bernard-Laurens/publication/5120080_Monetary_and_Exchange_System_Reforms_in_China_An_Experiment_in_Gradualism/links/56c4c9d508ae7fd4625a45e4/Monetary-and-Exchange-System-Reforms-in-China-An-Experiment-in-Gradualism.pdf [14.06.2019]
18. Meltzer, A. H. (1991). *US policy in the Bretton Woods era* [online]. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, str. 54-83. Dostupno na:
<https://pdfs.semanticscholar.org/a5eb/a993b9dbd8ab4f82e7d651b388112afee53c.pdf>
[16.06.2019]
19. Morrison, W. M., & Labonte, M. (2013). *China's Currency Policy: An Analysis of the Economic Issue*[online]. Washington: Congressional Research Service. Dostupno na: <https://fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf>[12.06.2019.]
20. Neely, C. J. (2017). *Chinese Foreign Exchange Reserves, Policy Choices, and the US Economy* [online]. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis. Dostupno na:
[:https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/wp/2017/2017-001.pdf](https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/wp/2017/2017-001.pdf) [10.06.2019]
Oxenford M. (2016.), *The Evolution of US and European Monetary Policy after Bretton Woods: A Historical Overview and Lessons for the Future*, *International Economic Department*
21. Pauls, B. D. (1990). *US exchange rate policy: Bretton Woods to present* [online] Washington: The Federal Reserves Bulletin. Dostupno na
https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/pages/1990-1994/32648_1990-1994.pdf [15.06.2019]
22. Turner, P. (2008.), *Financial globalisation and emerging market capital flows*. Basel: Bank for International Settlements , str. 150.

23. Zeng, S. (2012). *Study on Chinese foreign exchange reserves [online]*. London: Journal of Applied Finance and Banking, 2(1), 29. Dostupno na:
http://www.scienpress.com/Upload/JAFB%2FVol%202_1_2.pdf [05.06.2019]
24. Yinfeng Xu (2000.) *China Economic Review: China's Exchange Rate Policy*,. Disertacija. Edomonton: Department of Economics, University of Alberta.
25. World Bank (2017.)*China Overview*. Washington: World Bank. Dostupno na:
<http://www.worldbank.org/en/country>[11.06.2019.]

Popis grafova

Graf 1: Devizne rezerve Kine u razdoblju od 1990. do 2018. godine.....	18
Graf 2: Devizne rezerve SAD-a za vrijeme Bretton Woodsa	35
Graf 3: Devizne rezerve SAD-a poslije Bretton Woodsa.....	36
Graf 4: Kretanje tečaja yuan/dolar u razdoblju od siječnja 2008. do svibnja 2010. godine.....	40
Graf 5: Kretanje tečaja yuan/dolar u razdoblju od 2010. do 2015. godine	41
Graf 6: Kretanje tečaja yuana prema dolaru od 1994. do 2018. godine.....	43

Popis slika

Slika 1: Deficit na tekućem računu platne bilance u razdoblju od 1982. do 2008. godine	9
Slika 2 : Stopa rasta uvoza, izvoza i realnog efektivnog tečaja u razdoblju od 1994. do 2016. godine	13
Slika 3: Struktura deviznih rezervi u svijetu	57

Popis tablica

Tablica 1 : BDP, stopa rasta BDP-a i tečaj yuana u odnosu na dolar	15
Tablica 2: Stuktura deviznih rezervi Sjedinjenih Američkih Država na kraju 2018.godine.....	37

Životopis

Osobni podaci

Ime i Prezime:

Filip Mitrović

Datum, mjesto i država rođenja:

11.travnja 1994.godine, Zagreb, Hrvatska

Adresa:

Dubravka Ivančana 2, 10 000 Zagreb

E-mail:

filip.mitrovic114@gmail.com

Radno Iskustvo

Ožujak 2018.-

24sata d.o.o., Zagreb

Koordinator za digitalno operativno poslovanje

Ožujak 2017.- studeni 2017.

MMA Agramservis d.o.o., Zagreb

Asistent u odjelu nabave

Obrazovanje

2017.-

Ekonomski fakultet – Zagreb

Diplomski sveučilišni studij poslovne ekonomije, smjer Financije

2013.-2017.

Ekonomski fakultet – Zagreb, Zagreb

Preddiplomski sveučilišni studij poslovne ekonomije

2009.-2013.

X.Gimnazija „Ivan Supek“, Zagreb

Dodatna znanja i vještine

Strani jezici: Engleski- aktivno u govoru i pismu

Njemački- pasivno

Izvršno poznavanje MS Office paketa

Hobi

Rukomet