
NEW GLOBAL FINANCIAL SYSTEM: CONTRIBUTION FOR NEW ECONOMIC THEORY**Halil Kalač**

Faculty for Management and Business Economics at the University of Travnik. halil.kalac25@gmail.com

Abstract: Great recession at the beginning of this century began in the financial systems of the most developed economies of the world. It quickly spread to other financial systems and affected the global financial system. It has been a decade of struggle for the establishment of a stable and functional global financial system. The question arises is whether the reform of the existing global financial system, which is in the process, can provide a stable future or a new global financial system is needed. Did the policymakers misunderstand what is happening and the dangers we face, whether they are blocking innovative changes, or maybe even lead us in the wrong direction? The experience from 2007 indicates that financial stability was not present even in the most developed economies of the world, yet these are strong legal systems with executive contracts and functional financial regulation. Great recession slowed down global economic growth, resulting in mass unemployment that has not been seen decades ago. Problems in the euro zone, coupled with the concerns that are now spreading in emerging markets, show that global financial structures are still very fragile. After a decade of crisis, rescue and reform in the most developed economies of the world, we have a financial system in those countries and globally, like what we had in 2006. Does this mean that a new financial and economic crisis can be expected? There are long lists of reforms that have been undertaken since 2008, and especially since 2010, which included increasing capital requirements, changing rules for resolving unsuccessful financial companies, and centralizing the market for derivatives, introducing additional restrictions on the activities of banks, including some risk-taking limits. In order to eliminate the causes of the new financial crisis, a new global financial system is needed. This paper aims to demonstrate that blockchain technology and digital currencies enable the emergence of a new global financial system. The digital currency is based on the idea that we can have a better and different global financial system than we have today. Blockchain technology and digital currency are still in the development stage. Disputes based on how this could be cumbersome, and the process of updating and maintaining a slow and expensive setup is not justified.

Keywords: global financial system, financial crisis, blockchain technology, digital currency

NOVI GLOBALNI FINANSIJSKI SISTEM: PRILOG ZA NOVU EKONOMSKU TEORIJU**Halil Kalač**

Fakultet za menadžment i poslovnu ekonomiju Univerziteta u Travniku. halil.kalac25@gmail.com

Rezime: Velika recesija početkom ovog vijeka počela je u finansijskim sistemima najrazvijenijih ekonomija svijeta. Brzo se proširila na ostale finansijske sisteme i zahvatila globalni finansijski sistem. Decenija je borbe za uspostavu stabilnog i funkcionalnog globalnog finansijskog sistema. Postavlja se pitanje, da li reforma postojećeg globalnog finansijskog sistema, koja je u procesu, može osigurati stabilnu budućnost, ili je potreban novi globalni finansijski sistem. Da li su kreatori politike pogrešno shvatili šta se dešava i opasnosti sa kojom se suočavamo, da li blokiraju inovativne promjene, ili nas možda čak vode u pogrešnom pravcu. Iskustvo od 2007. godine govori da finansijske stabilnosti nije bilo ni u najrazvijenijim ekonomijama svijeta, i pored toga da se radi o jakim pravnim sistemima, izvršnim ugovorima i funkcionalnoj finansijskoj regulativi. Velika recesija usporila je globalni ekonomski rast, što je rezultiralo masovnom nezaposlenošću koja nije viđena decenijama ranije. Problemi u eurozoni, zajedno sa zabrinutostima koji se sada šire na tržištima u razvoju, pokazuju da su globalne finansijske strukture i dalje vrlo krhke. Poslije deceniju krize, spašavanja i reformi u najrazvijenijim ekonomijama svijeta, imamo finansijski sistem u tim zemljama i na globalnom nivou, poput onoga što smo imali 2006.godine. Znači li to da se može očekivati nova finansijska i ekonomska kriza. Postoje duge liste reformi koje su preduzimate od 2008. godine, a naročito od 2010.godine, a koje su podrazumijevale povećanje kapitalnih zahtjeva, promjenu pravila za rješavanje neuspješnih finansijskih kompanija, kao i centralizovanje tržišta derivata, uvođenje dodatnih ograničenja na aktivnosti banaka, uključujući i neke limite za preuzimanje rizika. Da bi bili eliminisani uzroci novih finansijskih kriza potreban je novi globalni finansijski sistem. Ovaj rad ima za cilj da prikaže da blockchain tehnologija i

digitalne valute omogućavaju nastanak novog globalnog finansijskog sistema. Digitalna valuta se zasniva na ideji da možemo imati bolji i drugačiji globalni finansijski sistem od ovog kakav danas imamo. Blockchain tehnologija i digitalne valute još su uvijek u fazi razvoja. Oспорavanja zasnovana na tome da bi to moglo biti glomazno, a proces ažuriranja i održavanja spor i skup, nijesu utemeljena.

Ključne riječi: globalni finansijski sistem, finansijska kriza, blockchain tehnologija, digitalna valuta

1. UVOD

Globalni finansijski sistem predstavlja svjetski okvir pravnih sporazuma, institucija i ekonomskih subjekata, koji zajedno olakšavaju međunarodne tokove finansijskog kapitala u cilju investiranja i finansiranja trgovine. On je kamen temeljac uspješnog dugoročnog ekonomskog rasta i razvoja. Velika recesija u prvoj dekadi ovog vijeka pokazala je da se radi o mnogo ozbiljnijoj ekonomskoj krizi nego što se na početku predpostavljalo¹²⁶. Tokom trajanja krize preduzete su obimne mjere da se kriza prvo stavi pod kontrolu, a posebno da se umanje njeni negativni efekti. Negativni učinci nisu se mogli izbjeći i pokazalo se da su posljedice Velike recesije vrlo teške.

Može se reći da je svjetska ekonomija prošla, a ekonomije mnogih zemalja još uvijek prolaze, kroz najtežu finansijsku krizu poslije Velike depresije tridesetih godina dvadesetog vijeka.

Kriza je zahvatila segment finansijskog sistema – kreditiranje nekretnina, a postupno se širila na bankarski sistem, osiguranje, fondove i berze. Iz američkog finansijskog sistema, u kojem je nastala, kriza se proširila na europski i druge finansijske sisteme. Kriza se proširila i na realni sektor, a kasnije i javni sektor. Velika recesija otkrila je brojne nedostatke i ranjivosti globalnog finansijskog sistema. Ozbiljno je usporila stopu rasata svjetskog BDP, neke industrijske grane pretrpjele su velike gubitke, pale su cijene nekretnina. Vlade i centralne banke najrazvijenih zemalja svijeta, u pokušaju da spriječe produbljivanje krize, preduzimale su, pored ostalih i mjere kao što je upumpavanje svježeg kapitala u bankarski sektor. U mnogim zemljama veliki broj bankarskih institucija i pored toga, više ne postoji. Američka vlada i vlade nekih evropskih zemalja preuzele su i jedan broj banaka. Dakle, radi o sistemskoj, konstrukcijskoj krizi svjetskog finansijskog sistema.

Sredinom prošlog vijeka postavljeni su temelji aktuelnoga finansijskog sistema u Bretton Woodsu. Američki dolar utemeljen je kao stožer finansijskog sistema, na koji su fiksirane glavne valute, a on je vezan za zlato. Međunarodni finansijski sistem na ovaj način funkcionisao je sve do uvođenja fluktuirajućeg kursa na početku sedamdesetih godina prošlog vijeka¹²⁷. Od tada finansijski sektor počinje naglo, a u nekim segmentima i nekontrolisano, da se razvija. Finansijske inovacije transformišu tradicionalno konzervativno bankarstvo, rađaju se nove institucije, kreiraju se novi finansijski proizvodi kao što su finansijski derivati (opcije, farvardi, fjučersi). Zahvaljujući svemu tome finansijski sektor se razvija neuporedivo brže od sektora realne ekonomije.

Snažan podsticaj razvoju finansijskog sektora dala je i tržišna doktrina da je finansijsko tržište samoregularajući mehanizam. Dinamičan rast finansijskog sektora i njegovu globalizaciju omogućila je deregulacija, razvoj tehnologija kao što su informatika i telekomunikacije, kao i razvoj sve brojnijih finansijskih inovacija. Razvili su se gigantski finansijski subjekti, banke i druge finansijske institucije, finansijsko tržište postalo je globalno. Rastao je i sistem nadzora i regulacije, uporedno s rastom finansijskog tržišta, ali oni su u većoj mjeri ostali nacionalnog karaktera. Kao rezultat toga mnogi inovativni finansijski proizvodi, posebno u sektoru investicijskog bankarstva, funkcionisali su izvan sistema nadzora.

2. STRUKTURA FINANSIJSKOG SISTEMA: FINANSIJSKI DERIVATI

Budući da su izvedeni iz klasičnih instrumenata, finansijski derivati ne spadaju u izvorne finansijske instrumente. Zbog nemogućnosti da se obezbijedi veći prinosi na ulaganja u osnovne finansijske instrumente, krenulo se u

¹²⁶ Finansijsku krizu pokrenuli su loši (subprime) hipotekarni krediti u SAD. Na tržištu nekretnina u SAD formirao se veliki balon (bubble), koji se počeo ispumpavati što je pokrenulo krizni scenarij. Ali to nije primarni uzrok krize. <https://www.theguardian.com/business/2011/aug/07/global-financial-crisis-key-stages>, 20.3.2018.

¹²⁷ Dominantna valuta za razvoj finansijskog sektora bio je američki dolar. Zahvaljujući poziciji svjetske rezervne valute, dolar je omogućavao SAD da prima, a ne daje. Koristeći dominantnu poziciju dolara SAD je finansirao svoju ekspanziju. Američki budžetski deficit je nakon Reaganove, ali i Bushove administracije dostigao gigantske razmjere. Uz to, američki FED je vodio politiku niske kamatne stope. Manipulisanjem primarnom kamatom održavala se prividna ravnoteža i izbjegavale su su krize. http://www.international-economy.com/TIE_F14_ReserveCurrencySymp.pdf, dostupno 23.3.2018.

razvoj finansijskih derivata. Poslije uvođenja plivajućeg deviznog kursa kao i fleksibilnih politika utvrđivanja kamatne stope, finansijski derivati nastali su i usled potrebe da se uspostavi kontrola finansijskih rizika koji su postali dominantni u uslovima liberalizovanih deviznih tržišta širom svijeta. Integracija ekonomskih aktivnosti i povezanost finansijskih tržišta na globalnom nivou, dodatno su uticali da finansijski rizik postane dominantan rizik u poslovanju. Na svjetskom finansijskom tržištu, trgovina derivatima postala je višestruko veća od ukupne ekonomske aktivnosti na globalnom nivou.

Finansijski derivati postaju osnovni mehanizmi u procesima konfiguracije finansijskih rizika i početkom 21. vijeka (Xiang, C., Bi, C., Xu, J., i dr., 2015). Međunarodno udruženje za svopove i derivate (International Swap and Derivatives Association – ISDA) u svom izvještaju iz aprila 2009 (ISDA News release, 2009)¹²⁸ godine, navodi da preko 94% od 500 svjetskih najvećih kompanija koriste najraznovrsnije oblike derivata kako bi se zaštitili od tržišnog i kreditnog rizika, dok je prema podacima objavljenim u 2003. godini ovaj procenat iznosio 92%. Prema podacima iz 2013. obim upotrebe derivata još je veći.

Kako u razvijenim zemljama tako i u zemljama u razvoju, u poslednjih trideset godina, upotreba finansijskih derivat po svim kategorijama, beleži stalni rast, što se može videti i iz podataka na bazi zaključenih ugovora kako na organizovanom tržištu derivata (Exchange-Traded Derivatives), tako i van organizovanog tržišta (Over-the-Counter, OTC), (Sundaram, K. R., 2013). Kada uporedimo obim transakcija sa finansijskim derivatima na organizovanom tržištu u odnosu na OTC tržište, na berzanskom tržištima obim transakcija neuporedivo je manji. Prema podacima Kriznog komiteta (The Financial Crisis Inquiry Commission's, FCIC), ukupan nominalni iznos OTC derivata u svijetu koji nijesu dospjeli premašuje 600 triliona američkih dolara i generator su prevelikog neregulisanog finansijskog rizika.¹²⁹

Pored koristi finansijski derivati imaju i svoje brojne nedostatke. Prvenstveno derivati utiču na povećanje volatilnosti u finansijskim transakcijama i neizvršenost da se isti mogu sprovesti do kraja (neizvršene pozicije u derivatima). Po prirodi stvari, učesnici tržišta rukovode se većom zaradom, pa problem nastaje kada zauzimaju oštrije pozicije na tržištu u odnosu na svoje finansijske mogućnosti. To je moguće u početnom periodu obavljanja transakcija sa derivatima. Ukoliko se povećava izloženost derivatima i zauzmu oštrije pozicije (eng. overweight position) u njima, po sistemu obnavljanja pozicija u derivatima (eng. rollover position), može doći do velikih finansijskih teškoća, a konačno i do bankrotstva tržišnih učesnika. Na tržištu se pojavljuju različiti tržišni učesnici kojima je jedini cilj ostvariti veći profit ulaganjem u određene finansijske instrumente. Na taj način izdvaja se još jedna funkcija derivata, koja je s tačke gledišta pojedinačnog subjekta u derivatnoj transakciji (banka, kompanija, investitor i sl.) potpuno ekonomski legitimna - funkcija spekulisanja na tržištu. Međutim, u slučaju kada se prekomjerno koristi u OTC transakcijama, ova funkcija u krajnjoj instanci može da dovede do ozbiljnih poremećaja na finansijskom tržištu koji se ne mogu kontrolisati, jer ista nije regulisana.

Kako su se tržišta derivata razvijala i rasla mnogo brže nego ostala tržišta, funkcija finansijskih derivata je sve više poprimala obeležja instrumenata koja se koriste pretežno u službi povećanja profita¹³⁰. Ovo je doprinijelo da se poljulja stabilnost na finansijskim tržištima u svijetu i krene u pravcu njihovog odvajanja od realnog sektora. Tržište finansijskih derivata je u velikoj mjeri doprinijelo pojavi globalne finansijske krize koja je otpočela 2007. godine, a intenzivirala tokom 2008. godine, kada je došlo do kolapsa na finansijskim tržištima širom svijeta. Pokazalo se da je tržište finansijskih derivata uzrok poremećaja na svjetskom finansijskom tržištu. Međutim, zemlje koje ih uopšte i ne koriste suočavaju se sa ozbiljnim strukturalnim poteškoćama. U prilog ovoj tvrdnji kazuje i činjenica da su i

¹²⁸ <https://www.isda.org/2010/04/22/isda-publishes-year-end-2009-market-survey-results/>, dostupno 20.03.2018.

¹²⁹ Prema podacima o transakcijama iz izveštaja Banke za međunarodna poravnanja (BIS) koja, zajedno sa nacionalnim centralnim bankama, redovno izveštava o promjenama na OTC tržištu, na kraju juna 2013. godine nominalni iznos nedospelih OTC derivata iznosio je 27.650.504 miliona američkih dolara. <http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb35h.pdf>, dostupno 25.3.2018.

¹³⁰ Tržište derivata glavni je segment globalnoga finansijskog balona. Prema procjenama BIS, vrijednost važećih ugovora iz te oblasti na kraju 2007. Iznosio je 600 biliona američkih dolara, što je 11 puta više od vrijednosti svjetske proizvodnje. Prije desetak godina vrijednost toga finansijskog segmenta iznosila je 75 biliona dolara (<https://www.cmegroup.com/.../growth-through-risk-management>). Najbrže rastući finansijski derivat, poznat kao CDS (Credit Default Swaps), koji je omogućio osiguranje nekretninskih kreditnih proizvoda, narastao je na 55 biliona američkih dolara, što je više od vrijednosti ukupnog američkoga stambenog fonda. Takvo stanje bilo je sve do prvih vidljivijih znakova krize.

<https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/157010/lawandec.pdf?sequence=1>, dostupno 28.3.2008.

zemlje u tranziciji, koje nemaju razvijeno tržište derivata i koje nijesu u većoj mjeri izložene dešavanjima na globalnom finansijskom tržištu, takođe pogođene finansijskom krizom. Iako derivatne transakcije nijesu isključivi uzročnici finansijskih kriza, nesporno je da su uticale na njeno produbljavanje na tržištima. Derivate za hedžing finansijskih pozicija koristili su globalni investitori, banke, druge finansijske institucije, kako bi upravljali rizicima u poslovanju. Može se konstatovati da se mehanizmi eliminisanja nastalih finansijskih disbalansa na finansijskim tržištima, kada su u pitanju derivati, mogu tražiti u kontekstu vraćanja osnovne uloge koju ovi instrumenti treba da imaju, a to je zaštita od finansijskih rizika (hedžing), kao i ograničavanje njihove spekulativne funkcije.

3. PROBLEMI U FUNKCIONISANJU GLOBALNOG FINANSIJSKOG SISTEMA

Finansijska nestabilnost prisutna od 2007.godine u razvijenim zemljama svijeta, koje imaju razvijene pravne sisteme, što je podrazumijeva i funkcionalnu finansijsku regulativu, prijeti svojim obimom i poslije deset godina. To pokazuje da je globalni finansijski sistem vrlo ranjiv i podložan nestabilnostima. Podsjetimo da je Velika recesija zahvatila prvo najrazvijenije zemlje, finansijska nestabilnost usporila je u njima ekonomski rast, što je rezultiralo masovnom nezaposlenošću koja nije viđena decenijama. Radi poboljšanja stanja krenulo se u transformaciju i reforme postojećih finansijskih sistema. Mogućnost da su kreatori politike reformi pogrešno shvatili šta se dešava, da reforme vode u pogrešnom pravcu, da blokiraju inovativne promjene, opasnosti su koje nijesu još izbjegnute. Problemi koji su prisutni u eurozoni, zajedno sa zabrinutostima koje su prisutne na tržištima u razvoju, pokazuju da su globalne finansijske strukture i dalje vrlo ranjive i krhke. Poslije decenijih krize, spasavanja i reformi u najrazvijenijim zemljama svijeta i na globalnom nivou, finansijski sistem je poput onoga što je bio 2006. godine¹³¹.

Globalna finansijska imovina je oko 300 triliona američkih dolara, oko 25 procenata je u SAD i blizu 30 procenata su u EU. Većina ovih finansijskih nalazi se u bankama. Bankarski sistem čini polovinu svih (posredničkih) sredstava u SAD i oko 80 procenata u EU. Bankarskim sistemom dominira oko desetak velikih banaka. U SAD najveće regionalne banke (kombinovane 20-plus) imaju bilans stanja približno iste veličine kao i JPMorgan Chase. U Evropi velike banke čine skoro cio finansijski sistem (Sajmon Džonson,2016).¹³² Velike banke su u stvari kompleksni konglomerati pravnih struktura koji rade na međunarodnom tržištu. Obim njihovih operativnih rizika nerazumljiv je za autsajdere, delimično ih razumiju regulatori, a očigledno pogrešno ih shvataju njihovi rukovodioci i članovi odbora koji bi trebali da budu glavni. Kod banaka koje su veoma angažovane u transakcijama derivata, posebno je teško i često kontroverzno razumjeti visinu i prirodu izloženosti riziku.

Postoje duge liste reformskih mjera koje su preduzete od 2008. godine, a naročito od 2010. godine, uključujući povećanje kapitalnih zahtjeva, promjenu pravila za rješavanje neuspješnih finansijskih kompanija i centraliziranje tržišta derivata. Neke jurisdikcije su takođe uvele dodatna ograničenja na aktivnost banaka, uključujući i neke limite za preuzimanje rizika. Međutim, najvažniji nivo kapitala - iznos akcionarskog kapitala u odnosu na ukupnu izloženost riziku - nedovoljno se povećao u odnosu na nivo prije 2008. godine. Nove rezolucije za rješavanje problema postoje na papiru više nego u praksi. Debate se nastavljaju među zvaničnicima o tome kako smanjiti sistemski rizik.

4. NOVI GLOBALNI FINANSIJSKI SISTEM

Inicijativa Svetskog ekonomskog foruma u Davosu, o oblikovanju finansijskog i monetarnog sistema za budućnost ima za cilj izgradnju efikasnijeg, otpornijeg i ravnopravnijeg međunarodnog finansijskog sistema, kroz unapređenje finansijske stabilnosti, inovacije i ekonomski rast. U ovom kontekstu, nastala je inovacija da se finansijske transakcije u širem smislu mogu evidentirati na verziji onoga što je poznato kao blockchain tehnologija koja može biti dobra osnova za novi globalni finansijski sistem, na potpuno transparentan, obiman i decentralizovan način evidentiranja finansijskih transakcija, čime se povećava odgovornost i smanjuje rizik druge stranke. Blockchain tehnologija je već ušla u opštu upotrebu u kriptografski sistem koji pokreće bitcoin.

¹³¹ Kristin Lagard (MMF) poručuje da se “na horizontu pojavljuje sve više oblaka”, kao što su trgovinske tenzije i rastući globalni dug, koji je dostigao rekordnih 164.000 milijardi američkih dolara. Upozorava i da su dugovi vlada u razvijenim ekonomijama svijeta na najvišem nivou od Drugog svjetskog rata. <https://bankar.me> dostupno 23.4.2018.

¹³² <https://democracyjournal.org/magazine/40/the-financial-system-of-the-future/> 03.04.2018.

Digitalne šifrovane valute zasnovane na blockchain tehnologiji mogu imati uspjeh u nasatanku novog globalnog finansijskog sistema. Takav razvoj bi mogao biti pozitivan sa aspekta efikasnosti i transparentnosti, kao i sa potrošačke i transakcione tačke gledišta. Blockchain tehnologija se brzo širi svijetom jer je jednostavna za korištenje. Bitcoin se zasniva na ideji da možemo imati bolji i drugačiji finansijski sistem koji je decentralizovan, jer postoje mnoge verzije istog zapisa sačuvane na različitim računarima širom svijeta. Proces ažuriranja takvih zapisa i njihovog održavanja se još uvijek razvija, radi u umjerenim razmjerama i nema potrebe za centralizovanim autoritetom ili bazom podataka.

Postoje najmanje tri osnovna razloga za podršku inovacijama u ovoj sferi poput blockchain tehnologije. Prvo, osim implikacija na sistemski rizik, postoji i niz drugih potencijalnih koristi koje proizilaze iz ovog sistema, u smislu rada platnog sistema, poravnanja transakcija vrijednosnih papira, povećanja finansijskog uključivanja i boljeg funkcionisanja monetarne politike. Drugo, kompanijama koje se bave informacionim tehnologijama, usvajanje ove tehnologije će biti olakšano konkurencijom između nebankarskih i bankarskih institucija na finansijskom prostoru. Inovacije u ovoj oblasti se dešavaju sa ili bez promjene pravila. Treće, ako vlade i centralne banke odbiju da ozbiljno shvate ove inovacije i mogućnosti, digitalni novac, prije ili kasnije, naći će se u globalnoj upotrebi. Vremenom, svi finansijski sistemi će se verovatno konvergovati na decentralizovanu globalnu strukturu.

Kako će monetarna politika funkcionisati i dalje je predmet ekspertske diskusije. Bitcoin i slični sistemi eliminišu emitovanje novca bez pokrića, jednostavno to ne dozvoljavaju. Dozvoljava se povećanje ponude novca u skladu s veličinom ekonomije. Ohrabruje to što vodeće centralne banke¹³³ i Odbor za finansijsku stabilnost koji posluje pod nadležnošću G-20, počinju da se bave ovim temama. Interesovanje izražavaju i velike banke¹³⁴. Očekuje se da će i ostali djelovi finansijskog sistema, kao i ostali sektori pokazati interesovanje. Budućnost globalnih finansija je previše važna kako bi se prepustila samo finansijskim institucijama. Promjene u globalnom finansijskom sistemu trebaju biti praćene promjenama u drugim sistemima. Novi globalni finansijski sistem može da spriječi pojavu nove globalne finansijske krize poput one iz 2008. godine.¹³⁵

5. ZAKLJUČAK

- Brojne ekonomije u svijetu i dalje imaju nizak ekonomski rast, prisutne su i brojne finansijske nestabilnosti. Globalni finansijski sistem i pored brojnih sprovedenih reformi i dalje je nestabilan i ranjiv. Preduzete reforme nijesu dale očekivane efekte i rezultate. Prijeti opasnost od pojave nove finansijske i ekonomske krize.
- Stanje u globalnom finansijskom sistemu može se promijeniti kreacijom novog globalnog finansijskog sistema na bazi blockchain i sličnih tehnologija i digitalne valute. Pojava blockchain tehnologije i digitalne valute poput bitcoina, predstavlja početak novog globalnog finansijskog sistema.
- Prisutne su brojne opstrukcije blockchain tehnologiji i digitalnoj valuti, zbog gubljenja dosadašnje moći u sferi globalnog finansijskog sistema. Ohrabruje to što su se ovim pitanjem počele baviti centralne banke, MMF i finansijske institucije.
- Blockchain tehnologija i digitalna valuta (bitcoin) izvrstan su koncept koji treba dalje razvijati kako bi se razvio novi globalni finansijski sistem.

¹³³ Merrill Lynch iz Bank of America je komentarisala bitcoinovu ulogu u globalnom finansijskom sistemu. Merrill Lynch je izjavila kako je bitcoin izvrstan koncept za Blockchain tehnologiju, ali da je još daleko od toga da zamijeni finansijski sistem i postane peer-to-peer verzija digitalnog novca, <https://bitcoinexchange.com/bitcoin-payment-channel-problems>, dostupno 15.4.2018.

¹³⁴ Švajcarska banka UBS planira istražiti tehnologiju blockchaina u novoj inovacijskoj laboratoriji sa sjedištem u Londonu. Laboratorija za inovacije nalazi se u najvećem europskom prostoru za tehnologiju ubrzavanja za finansije i vrijednosne papire, a usredsređuje se na istraživanje uloge blok-tehnologije u finansijskim uslugama. UBS radi na prototipnoj virtualnoj valuti koju nada se da će banke i druge finansijske institucije koristiti kao osnovu za podmirenje glavnih transakcija na finansijskim tržištima. <https://www.coindesk.com/ubs-to-research-blockchain-technology-in-london-lab/>, dostupno 19.4.2018.

¹³⁵ Bill Gates: “Sprema se finansijska kriza poput one iz 2008. godine. Finansijska kriza 2008. godine dovela je do velike recesije i ostavila milione ljudi bez posla. Trebalo je mnogo vremena za oporavak, a mnogi građani još uvijek osjećaju posljedice”. Sousnivač Microsofta Bill Gates tvrdi da bismo se trebali pripremati za još jednu krizu. Gates je nedavno kazao da će se kriza sigurno ponoviti, ali da je teško reći kada. www.bankar.me, dostupno 20.4.2018.

LITERATURA

- [1] BIS, 85th Annual Report, 1 April 2014 - 31 March 2015. Basle: Bank for International Settlements, 2015., https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015_ec.pdf, dostupno 27.2.2018.
- [2] BIS (2015a). BIS Quarterly Review (March). Basle: Bank for International Settlements, 2015a., https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503.htm, dostupno 20.1.2018.
- [3] Borio, C., H. James, H. S. Shin, The international monetary and financial system, a capital account historical perspective, BIS Working Papers, no. 457. Basle: Bank for International Settlements, 2014., <https://www.bis.org/publ/work457.pdf>, dostupno 27.12.2017.
- [4] Bruno, V., H. S. Shin, Crossborder banking and global liquidity. Review of Economic Studies, vol 82, issue 2 (April), pp. 535-564, 2015. https://www.cass.city.ac.uk/_data/assets/pdf_file/.../Everettv2.pdf, dostupno 20.1.2018.
- [5] Caruana, J., The international monetary and financial system: eliminating the blind spot, Panel remarks at the IMF conference Rethinking macro policy III: progress or confusion?, Washington DC, 16 April 2015. https://www.bis.org/list/speeches/author_jaime+caruana/index.htm, dostupno 25.1.2018.
- [6] Chen, Q., A. Filardo, D. He, F. Zhu, Financial crisis, US unconventional monetary policy and international spillovers, BIS Working Papers, no 494 (March), 2015. <https://ideas.repec.org/f/pfi266.html>, dostupno 18.3.2018.
- [7] Dean B., Conservative Nanny State: How the Wealthy Use the Government to Stay Rich and Get Richer, Washington, dc 2006. <https://searchworks.stanford.edu/view/10376896>, dostupno 27.3.2018.
- [8] Dorrucchi, E., J. McKay, The International Monetary System after Financial Crisis, Occasional Paper Series No. 123 (February), Frankfurt am Main: European Central Bank, 2011. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp123.pdf?...>, dostupno 20.3.2018.
- [9] ECB, The international role of the euro. Frankfurt am Main: European Central Bank (July) 2015.. <https://www.ecb.europa.eu/.../euro-international-role-201507.en....>, dostupno 25.3.2018.
- [10] Eichengreen, B., D. Park, K. Shin, Growth slowdowns redux: New evidence on the middle-income trap, NBER Working Paper, 18673. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2013.. <https://voxeu.org/article/growth-slowdowns-redux-avoiding-middle-income-trap>, dostupno, 20.4.2018.
- [11] Farhi, E. P., O. Gourinchas, H. Rey, Reforming the International Monetary System. London: Centre for Economic Policy Research-CEPR, 2011. <https://www.hoover.org/.../research/.../rulesforinternationalmonet...>, dostupno 10.3.2018.
- [12] For further details see Robert W., A New Global Financial Architecture?, nlr 46, July–Aug 2007; and Global Financial Regulation Versus the Engines of Financial Instability, in Philip Arestis and John Eatwell, eds, Issues in Finance and Industry, Basingstoke, forthcoming, 2007. <https://newleftreview.org/II/.../robert-wade-financial-regime-chan...>, dostupno 15.3.2018.
- [13] Frankel, A. J., Still the Lingua Franca: The Exaggerated Death of the Dollar, Foreign Affairs 74 (July/August), pp. 9-16. 1995. https://thesis.eur.nl/pub/8624/Vanvliet_RP.doc, dostupno 20.2.2018.
- [14] Hofmann, B., B. Bogdanova, Taylor rules and monetary policy: a global Great Deviation?, BIS Quarterly Review (September), pp. 37- 49, 2012. https://www.bis.org/events/.../ccaconf2017_panel_Hyun.pdf, dostupno 15.3.2018.
- [15] Jesse E., London Banks, Falling Down, Portfolio.com, 13 August 2008. <https://www.propublica.org/article/banks-self-dealing-super-charged-financial-crisis>, dostupno 10.4.2018.
- [16] Jean-Marc F., Delphine L., Les Accords de Bâle II: quelles conséquences pour le financement bancaire extérieur des pays émergents?, Revue d’Economie du Développement, no. 1 (March 2007), pp. 47–67, 2007. <https://www.cairn.info/revue-d-economie-du-developpement-200...>, dostupno 28.3.2018.
- [17] Paul K., The Diabetic Economy, The New York Times, pp. 1-2, May 2016. <https://www.nytimes.com/2016/05/02/opinion/the-diabetic-economy.html>, dostupno 27.3.2018.
- [18] Lane, P., P. McQuade, Domestic credit growth and international capital flows, Scandinavian Journal of Economics, vol 116 (1), 2014. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/sjoe.12038>, dostupno 23.1.2018.
- [19] Martin F., Japan Mostly Unscathed by Global Credit Crisis, International Herald Tribune, 22 September 2008. By [MARTIN FACKLER https://www.nytimes.com/2008/09/20/.../worldbusiness/20yen.ht](https://www.nytimes.com/2008/09/20/.../worldbusiness/20yen.ht)..., dostupno 26.3.2018.
- [20] McCauley, R., P. McGuire, V. Sushko, Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage, Economic Policy, vol 30, issue 82 (April), pp. 189-229, 2015.

<http://go.galegroup.com/ps/i.do?p=AONE&u=googlescholar&id=GALE|A502120098&v=2.1&it=r&sid=AONE&asid=87343d73>, dostupno 2.4.2018.

[21] Nikola T., Stefan A., Ben C., International capital flows and financial vulnerabilities in emerging market economies: analysis and data gaps, *BIS Quarterly Review*, pp. 1-23., 2016.

<https://www.bis.org/publ/othp25.pdf>, dostupno 21.2.2018.

[22] Sapir, Z., From financial crisis to a turning point, *Vision and options for South Eastern Europe*, No. 13, 2009.

http://library.fes.de/pdf-files/ipg/ipg-2009-1/04_a_sapir_us.pdf, dostupno 1.4.2018.

[23] Simon J., *The Financial System of the Future*, from Spring 2016, No. 40, pp 1-5, 2016.

<https://democracyjournal.org/magazine/40/the-financial-system-of-the-future/>, dostupno 2.3.2018.

[24] Simon J. James K., *Finance: Before the Next Meltdown*, from Fall 2009, No. 14, pp 1-7, 2009.

<https://democracyjournal.org/magazine/40/the-financial-system-of-the-future/>, dostupno 3.3.2018.

[25] Sundaram, R. K., *Derivatives in Financial Market development*, International Growth Centre, London School of Economics and Political Science, Working Paper, February 2013. pp 1-35, 2013., <https://www.theigc.org/wp-content/uploads/2015/02/Sundaram-2012-Working-Paper.pdf>, 18.3.2018.

[26] Stephen B., John Q., *Asset Price Instability and Policy Responses: The Legacy of Liberalization*, *Journal of Economic Issues*, vol. 40, no. 3 (September 2006), pp. 629–649. 2006.

[27] Triffin, R., *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*. New Haven: Yale University, 1960., <https://www.jstor.org/stable/pdf/2228228.pdf>, dostupno 29.3.2018.

[28] The term Washington Consensus, devised in 1989 by John Williamson to refer to a set of ten policy recommendations, came to be used in a much broader sense, encompassing financial deregulation, free capital mobility, unrestricted purchase of local companies by foreign companies, and unrestricted establishment of subsidiaries. <https://journals.gmu.edu/newvoices/article/viewFile/14/14>, dostupno 13.4.2018.

[29] Thomas P., *Developing the Domestic Market*, *Challenge*, vol. 49, no. 6 (November–December 2006), pp 20–34. 2016., www.thomaspalley.com/?page_id=12, dostupno 26.3.2018.

[30] Xiang C., Bi, C., *Empirical Research on Influence of China listed Companies Using the derivative Financial Instruments on Its Own Value*, J. Xu et al (eds), *Proceedings of the Ninth International Conference on Management Science and Engineering management advances in Intelligent systems and computing* 362. Doi 10-1007/978-3-662-47241-5_60. pp. 710 – 723, 2015.

<https://www.springer.com/us/book/9783662472408>, dostupno 28.3.2018.