

ГОРАН НИКОЛИЋ
ПРЕДРАГ ПЕТРОВИЋ
Институт за европске студије
Београд

УДК 336.763:36.74
Прегледни рад
Примљен: 13.03.2020
Одобен: 22.04.2020
Страна: 225-245

РАСТ ЗНАЧАЈА ЈУАНА У СВЕТСКИМ ФИНАНСИЈСКИМ ТОКОВИМА: КРИТИЧНА ВАЖНОСТ ГЛОБАЛНЕ ВАЛУТЕ ЗА СТАТУС СУПЕР-СИЛЕ*

Сажетак: Већ годинама кинески приступ интернационализацији националне монете се базира на охрабривању домаћих и страних компанија да користе јуан при трговинским фактурисањима. Поред тога, Кина се све више ослања на off-shore тржишта ради развијања финансијске клијентеле за јуан, док је кинеска централна банка испреговарала бројне валутне своп аранжмане. Јасно је да би Пекинг требало да омогући слободнији приступ страних инвеститора свом финансијском тржишту, истина, уз ризик да би то могло водити до опасног прекомерног задуживања многих предузећа. Као битан елемент интернационализације јуана намеће се 'blockchain' технологија, будући да Пекинг извесно време развија апликације 'blockchain' система. Ако би кинеска дигитална валута била усвојена у више земаља, амерички надзор и регулација глобалног финансијског система бе био пред великим изазовом.

Јасно је да постоји тензија између финансијске либерализације и самог модела раста у Кини, који се добрим делом ослања на државне компаније, које користе субвенционисане кредите. Додатно, Кина мора да поправи финансијску супервизију, ојача корпоративно управљање и настави структурне реформе. Посматрано средњорочно и дугорочно, удео кинеске валуте у међународним финансијским токовима ће се скоро извесно повећавати, што ће довести до значајног смањења интернационалне улоге америчке монете.

Кључне речи: Кина, јуан, 'blockchain', валутна интернационализација, САД, долар

Од почетка 2020. свет се нашао у кризи изазваној пандемијом Коронавируса, која има и веома снажне негативне последице на глобалне економију. Како се Кина после иницијалног удара, добро суочила са изазовом пандемије, врло је могуће да ће економски шок, који ће извесно погодити цео свет, бити

* Рад је написан у оквиру програма истраживања Института за европске студије и Института друштвених наука за 2020. које подржава Министарство просвете, науке и технолошког развоја.

снажнији у земљама Запада него у Источној Азији. Такав, реалистичан, респлет би значао даљу конвергенцију доходака између Кине и земаља ЕУ и Англо-Америке, посебно САД. Будући да је јачина привреде оно што у дугом року опредељује снагу валуте, такав сценарио могао би убрзати успон јуана, који је био релативно спор током последње деценије и поред импресивног економског раста најмогућније земље.

Наиме, док су сви светски региони и разне врсте имовине претрпели велике губитке услед пандемије, Кина је прошла знатно боље, стварајући перцепцију да је постала тзв. сигурно уточиште. Акције кинеских компанија су од средине фебруара до почетка априла 2020. имале неупоредиво боље резултате од корпорација лоцираних у земљама Запада, као и у земљама у развоју. Наиме, док је *MSCI World*, индекс који обухвата скоро све земље, смањен за око четвртину од 19.2.2020, кинески индекси (*CSI 300* и *индекс MSCI China*) опали су за 8%, односно 15%. И јуан се показао стабилним, док је кинеско тржиште обвезница привукло огроман прилив у току фебруара и марта 2020, подстакнут већим приносима и фактичком неповезаношћу са америчким и европским берзама. Извесно да се Кина чини сигурнијом дестинацијом углавном због тога што су изгледи за напредне економије постали толико лоши (*Spiro, 2020*). Потенцијал за статус „сигурног уточишта“ делује реално јер су *off-shore* инвеститори уложили милијарде долара у кинеске државне обвезнице (и корпорацијске хартије од вредности), чиме је укупно страном власништво над обвезницама у јуанима достигло рекордних 324 милијарди долара.

Чини се да је Кина успела да тренутну кризу претвори у геополитичку прилику, покренувши *'soft power'* кампању са циљем да испуни вакуум који оставља САД. Кина намерава да се покаже као одговорна сила, баш као што је то учинила и после финансијске кризе 2008. Али, док су 2008. напори координирани са америчким, сада је покренут програм пандемијске дипломатије, којим се добијају наслове широм света посвећени добрим делима које Пекинг чини у Европи, Африци и другде. Кинески председник Кси није пропустио да повеже те напоре са својим гео-економским пројектом Пута свиле (вредним 900 милијарди евра), чији је циљ ширење утицаја широм света кроз изградњу инфраструктуре, који утиче поред осталог утиче на повећану тражњу за јуанима. Италијански премијер, лидер једине Г7 државе која учествује у „путу свиле“ није пропустио да, захваљујући се на медицинској помоћи, потврди своју приврженост том пројекту.

Иако је услед кризе дошло до јачања долара, будући да не постоји још увек много активе у коју се може улагати у временима велике неизвесности, тај тренд би могао бити брзо преокренут. Kimberley (2020) сматра да ће након пандемије коронавируса, после снажног јачања током пандемије упркос снажним ињекцијама ликвидности од стране ФЕД-а, САД вероватно желети слабији долар да би подстакла домаћи извоз и редуковала увоз, иако ће то бити негативан ударац за друге економије. Као и 1971, када је САД унилатерално напустила размењивост долара за злато, долар би и даље могао бити 'америчка валута и проблем других'.

Изазови доминацији долара

Од краја Другог светског рата долар је био у средишту међународних финансија и трговине и као резултат тога, америчка централна банка (ФЕД) - која утврђују каматне стопе за долар - има огроман утицај на економске услове широм света. Долазак модерних криптовалута није имао утицај на глобалну потражњу за доларима. Међутим, како наводи *Johnson (2019)*, *Libra* би могла постати широко коришћен облик плаћања - делом и зато што Facebook има преко две милијарде активних корисника месечно, али и зато што је постојећи финансијски систем препун неефикасности. Нпр. ако би *Libra* могла људима омогућити да тако лако (и јефтино) пошаљу новац, као што објављују ажурирања на *Facebook* - укључујући и слање новца у иностранство у облику дознака које радници шаљу у своје матичне земље - валута би могла да угрози чак и долар, мада за то постоји бројне препреке.

Ипак, највећи изазивач, у нешто дужем року, је ренминби (скраћено: RMB) или јуан како се кинеска валута обично назива на Западу. Наиме, већ неко време се спекулише да би кинеска валута могла да угрози долар као главну светску резервну валуту. Кључно питање остаје да ли ће страни инвеститори веровати кинеском политичком систему у моменту када треба положити огромне количине својих депозита.

У томе контексту индикативни су подаци које је у септембру 2019. објавила *Bank for International Settlements* (на основу трогодишњег истраживања промета на глобалним девизним тржиштима), нова статистика ММФ о стању девизних резерви централних банака, те *SWIFT* подаци о употреби главних валута у међународним трансакцијама. Суштина је да амерички долар остаје на убедљивом првом месту а следе евро, јен и фунта (око 47% глобалних плаћања тренутно је у доларима, у поређењу са 31% у еврима). Даље, 44% трговања девизама се обавља у доларима, што је скоро три пута више од 16% удела евра, а јуан је тек осми (са 4,3%). Што се тиче Кине, ренминби је још увек на осмом месту по промету на девизном тржишту, али је у августу 2019. порастао на пето место у *SWIFT* уплатама и дошао на петом месту у девизним резервама централних банака. Кинеска валута испуњава два од три неопходна услова да буде водећа међународна валута, а то су економска величина и способност да задржи своју вредност. Али још увек није испунио треће: не постоје дубока, отворена и ликвидна финансијска тржишта (*Frankel, 2019*). *SWIFT* база о употреби валута у међународним трансакцијама указује да је преко две петине њих у доларима, трећина у еврима, и мање од 2% у јуанима. Централне банке држе чак 62% својих резерви у доларима и тек петину у еврима, док су скоро све трансакције везане за нафту деноминирани у америчкој монети. Три америчке агенције за рејтинг чине 96% тог тржишта, а амерички инвестициони фондови управљају са више од половине светске корпоративне имовине. Додатна предност долара је да се САД могу позвати на своје законе којима практично могу да забране девизне трансакције или замрзну имовину страних држава или компанија. Тако је Вашингтон увео санкције страним ентитетима који и даље послују с Ираном, те је (белгијски) *SWIFT* практично морао да суспендује приступ неких иранских банака свом систему за размену порука (*Kimberley, 2019*).

Према Eichengreen-у и Lombardi-у (2015), јуан се не може квалификовати као међународна резервна монета из три разлога: високи трошкови финансијских трансакција које укључују прибављање и дистрибуцију информација; велика зависност Кине од Хонг Конга као регионалног off-shore центра; немогућност Кине да врши политички притисак на остале глобалне економске центре, пре свега на САД и ЕУ. Истовремено, следећи фактори указују на растући статус јуана као регионалне валуте: потенцијални раст прихода у азијским земљама, што резултира повећаном потражњом за кинеском робом; спровођење мултилатералних пројеката у склопу 'Bealt and Road' иницијативе, што резултира растућом употребом јуана у централној и југоисточној Азији; развој азијског тржишта обвезница, што доводи до стандардизације међународних меница номинованих у јуану; растућа потражња за јуаном од стране комерцијалних банака и компанија у размени трансакција између централних банака у склопу 'Chiang Mai Initiative'.

Интерес Кине за поседовање међународне валуте је условљен и чињеницом да она проширује пакет инструмената који су на располагању влади која жели да врши геополитичку власт (currency statecraft). У „раној фази” глобалне валуте, земља емитер промовише своју монету глобално, као што то сада чини Кина, што је супротно напорима Западне Немачке и Јапана пре деведесетих, када су се обе активно супротставиле интернационализацији својих валута. У „зрелој фази” се налази долар данас. Долар даје америчкој влади привилегију да ублажи буџетска ограничења тако што може деценијама бележити велике дефиците текућег рачуна платног биланса (и последично фискаса), тако финансирајући већу потрошњу од производње. Додатно, долар је инструмент моћи за остваривање геополитичких циљева, као што су тзв. секундарне санкције наметнуте Ирану где је САД-у проширила своју надлежност изван властитих граница, присиљавајући већину фирми да прекину бизнис с том земљом. Међутим, злоупотреба монетарне моћи води до слабљења кредитбилитета долара као опште прихваћеног средства плаћања, „чувар” вредности и обрачунске јединице. То може да води ка (неизбежној) „завршној фази”, где је фунта пример, која је пратила економски, војни и геополитички пад Британије. Последњих деценија повећана је тенденција да се друге валуте надмећу са доминантном валутом захваљујући технолошким иновацијама које су олакшале портфолио менаџерима и другим корисницима новца да брзо и са мало трошкова 'прелазе' из валуте у валуту. Очекивано је да ћемо доћи у стање у којем би могло постојати неколико међународних валута. Али, нова глобална валута мора бити слободно и поуздано конвертибилна у друге валуте. Нема тражње за валутом која се не може слободно мењати, што значи да препреке конвертибилности представљају и препреке интернационализацији. А слободна конвертибилност повлачи за собом значајан губитак контроле над финансијским токовима у земљи и ван ње, што може довести до већих поремећаја у домаћем задуживању и позајмљивању. У случају кинеског економског модела, централне власти одржавају строгу контролу величине и правца финансијских токова ка различитим домаћим секторима. Уместо да се ослањају на тржишне снаге како би одредиле где ће се распоредити домаћа штедња, деценије финансијске репресије омогућиле су влади да усмери средства ка оним секторима и

фирмама за које се сматра да су стратешки „вредне“. Недавно је овај механизам ојачан, како би државне компаније биле снабдевене јефтиним кредитима. Дакле, циљ интернационализације ренминбија је у сукобу са кинеском диригованом економијом. За сада је већа вероватноћа да ће Кина задржати одлучујућу улогу државе у расподели кредита (De Grauwe, 2020).

Додатно, зависност од долара ствара стратешки ризик за Кину у случају великих одлива капитала. За Кинезе су индикативна искуства Русије. Наиме, повезано са украјинском кризом уведена је забрана Русима да користе кредитне картице америчких фирми попут *Vise* и *Mastercarda* (онемогућене су руске банке да издају такве картице). Још опаснија је била претња САД да ће избацити Русију из *SWIFT-a*, електронске мреже која поравнава огромну већину међуграничних финансијских трансакција, углавном у доларима. Управо због тога је Кина и одлучила да развије алтернативни међународни систем плаћања.

Кораца ка интернационализацији јуана

Октобра 2016. ММФ је званично додао јуан корпи валута (заједно са доларом, евром, фунтом и јеном) које сачињавају Специјална права вучења – СПВ (*Special Drawing Rights*), резервну активу у којој ММФ деноминира своје зајмове владама. Централна банка (ЦБ) Кине је окарактерисала овај потез као реформи на отварању финансијског сектора земље. Ипак, СПВ је мало више него рачуновдствена јединица у којој ММФ израчунава своје трансакције. СПВ се не користи од стране увозника или извозника да фактуришу своју робу, нити у приватним финансијским трансакцијама. Дакле, значај је симболички, али симболи значе. Посебно за креаторе економске политике у Кини који су последњих скоро девет година правили снажне напоре да интернационализују ренминби промовишући његово коришћење као јединицу обрачуна, средство плаћања, активу у којој се чува вредност банака, влада, компанија (Eichengreen, 2017).

Пре тога, у јануару 2016. одиграла се историјска реформа по питању квота у ММФ-у, која је довела је до тога да су четири земље у развоју (Кина, Индија, Бразил и Русија) ушле десет највећих чланица ММФ-а. Кинеска квота највише је повећана, са 4% на 6,14%, што је ту земљу учинило трећим највећим акционаром у ММФ-у (IMF, 2016).

Кина природно жели да њена валута замени амерички долар као светску глобалну валуту јер би јој то омогућило већу контролу над својом економијом. Пре него што јуан може постати глобална валута, прво мора бити успешан као резервна валута. То би Кини дало следећих пет предности: јуан би се користио као валута у којој би били деноминирани међународни уговори (Кина извози пуно робе која се традиционално фактурише у доларима; да су цене у јуанима кинеске фирме се не би морале бринути о вредности долара); све централне банке морале би да држе јуан као део својих девизних резерви (за јуаном би била већа потражња, а то би смањило каматне стопе за обвезнице деноминиране у јуану); кинески извозници би имали ниже трошкове задуживања; Кина би имала већи економски утицај у односу на САД што би позитивно утицало на

економске реформе у земљи. Важно је разликовати 'трговинску валуту' која је примарно намењена за међународна трговинска поравњања (клиринг) са земљом која је издаје и потпуно конвертибилну валуту која је прихваћена за било коју сврху и било где (као што је амерички долар). Ренминби извесно не потпада у параметре конвертибилне монете.

План промоције 'offshore' јуан као ликвидносног 'hub-a', односно развој употребе кинеске монете у трговини и инвестицијама у и изван Кине, покренут је пре више од деценију. Наиме, Кина је проучавала различите кораке интернационализације валуте, а тзв. „функционални приступ“ предложен је од стране угледног светског економисте Yu Yongding-а из Кинеске академије друштвених наука. Овај приступ подразумева поред осталог следеће: стављање јуана на располагање нерезидентима тако што ће се промовисати његова употреба за увоз из Хонг Конга, заједно са акумулирањем имовине у јуанима у посебним административним регионима Кине¹; обезбеђивање ликвидности путем свар-ова у RMB код страних централних банака, које могу продати износ своје валуте добијајући јуан депонован на рачунима у ЦБ Кине; привлачење више инвеститора; деноминација финансијских трансакција продајом кинеских „панда“ обвезница; давање кинеским увозницима шансе да употребе јуан као валуту за обрачун. На све ово негативно ефекат има померање девизних курсева (посебно депресијација RMB) и тржишна очекивања повезана с тим, што заузврат утиче на предузећа која би желела да користе јуан за фактурисање трговине (Russo, 2019). Суштински, приступ Пекинга се практично базира на охрабривању домаћих и страних компанија да користе јуан при трговинским фактурисањима, надајући се да ће коришћење RMB у финансијским трансакцијама уследити по себи (полази се од тога да су трговински уговори мање ризични, јер робе служе као колатерали; нпр. САД је имала сличну стратегију 1914, када је почела са интернационализацијом долара). Поред тога, Кина ће тежити да се све више ослања на off-shore тржишта, као што су Лондон или Сингапур, ради развијања финансијске клијентеле за јуан (охрабривањем директне трговине других валута за јуан). Кина је своје четири велике банке већ овластила да буду официјелне клиринг банке. Додатно, кинеска ЦБ је испреговарала валутне свар аранжмане, што је практично дало страним ЦБ директне кредитне линије у јуанима. То практично значи да ЦБ Енглеске, која има такав свар аранжман са кинеском ЦБ, постаје и 'lender of last resort' за јуан.

Још је нејасно да ли ће оваква стратегија генерисати значајан раст међународног бизниса у јуанима. Оно што је јасно: ако желите да будете конкурентни на глобалној финансијској позорници онда морате дозволити страним правним лицима да слободно инвестирају у Кину. Да би они били сигурни у своју инвестицију Кина мора да поправи финансијску супервизију, ојача корпоративно управљање и настави структурне реформе.

Као што је већ поменуто, Кинеска ЦБ, у жељи да прошире употребу своје валуте, је почевши од 2009. вршила замену валута (swap) са трговинских партнерима, њих скоро 40. Циљ је био заобилажење употребе долара у факту-

¹ Подстакнуто механизмима креираним за добијање повољних камата на депозите у кинеским банкама

пирању трговине ради смањења изложености депресијацији долара, као и ширење трговинске сфере оријентисане на Кину, што се може најбоље видети из „Иницијативе Пут свиле“ (‘The Belt and Road Initiative’). Као што је случај код „Пути свиле“, Пекинг охрабрује стране институције и предузећа да користе јуан при трговини са кинеским партнерима, али им не дозвољава да директно улажу у Кину путем финансијских инструмената деноминираним у јуанима или да врше кредитирање предузећа са седиштем у Кини. То се наравно показује као прилично слаб покушај интернационализације валуте, јер ће страни холдери значајније прихватити јуан само ако могу да се ангажују у финансијским трансакцијама у Кини (Fan-Lim, 2019). Поред тога, валутне трансакције које укључују јуан углавном се обављају преко Лондона (чак трећински), а не Пекинга (Хонг Конг је и даље највећи клириншки центар за међународне трансакције у RMB, који опслужује 76% свих таквих глобалних операција).

Кинеске власти су свакако охрабрене податком да је од почетка пилот програма за ‘cross-border trade settlements’ у јуанима у Азији 2009, удео трговине фактурисане у јуанима порастао је са 3,2% на 25%, и требало би у складу с проценом Financial Times (2015), у средњом року да достигне 46% (‘offshore’ клиринг центри налазе су Хонг Конгу, Сингапору, Тајвану, Лондону и Франкфурту).

У првој половини друге деценије 21. века Кина је изградила мрежу за трговање јуаном широм света, док САД није покушавала да то осујети. Међутим, до крупних несугласица је дошло 2014. када је Америка покушала, безуспешно, да убеди своје савезнике да остану ван АИВ (Asian Infrastructure Investment Bank). САД је, у напорима да смањи пре свега економски утицај Кине, октобра 2015. покренула Пацифички трговински споразум (Trans-Pacific Partnership-TPP) који искључује Кину, али се доласком Трампа на власт од тога унилатерално одустало.

Охрабрује потез да је Пекинг одлучио да се прошири број валута у званичном корпи на основу које је мери вредност јуана у другом покушају да се смањи интензивну фокус на курс долара. Донекле је иронично је да се земља, која је измислила папирни новац више од пола миленијума пре него што се он појавио на Западу, претежно ослања на амерички долар (симбол западног капитализма), и то како за фактурисање извоза и увоза, тако и за чување својих актива, што ствара велике трошкове.² Претеране девизне резерве у доларима преусмеравају средстава из продуктивних сврха и остављају богатство нације да зависи у великој мери од економске политике САД.

Током 2018-19. интернационализација јуана је ушла у нову фазу. Наиме, ниже каматне стопе у Кини, у комбинацији са споријим економским растом и очекиваном депресијацијом валуте средњорочно, изазвали су драстично успоравање ширења унутрашњег тржишта RMB обвезница. То се дешавало упркос отварању кинеског капиталног рачуна и повећане повезаности између ‘mainland’ и ‘off-shore’ тржишта.

‘Phase One Agreement’ између САД и Кине, потписан 15.1.2020. представља први корак ка окончању штетног 18-месечног трговинског спора између

² Кинеске фирме имају значајне трошкове и ризике приликом трговања у иностранству, док штедише у земљи имају ограничене могућности за инвестирање.

две највеће светске економије. И поред преговора о курсу долар-јуан, вероватно је Пекинг неће дозволити велику апресијацију како то захтева Вашингтон, због страха од негативног економског утицаја који је *'Plaza Accord'* (1985) наметнуо Јапану, те се сматра да би властима у Пекингу могле бити прихватљиве годишње двосмерне флукуације од скромних 3% до 5%. Наиме, договор у Плази 1985. довео је до тога да Јапан, Француска, Немачка, Британија и САД депресирају вредност америчког долара, што је резултирало удвостручењем вредности јена и последично слабљењем извоза те државе. Пекинг оправдано страхује да би потпуно конвертибилни, већ прецењени, јуан брзо апресирао чинећи лавовски део извоза ценовно неконкурентним, док би се увоз драматично повећао (то се десило Јапану 1970-их и 1980-их), док је већ годинама раст плата у Кини бржи него раст продуктивности.

Дакле, последњих година кинеска влада најавила је низ мера за отварање свог финансијског сектора, за привлачење страних инвестиција, те за развој домаћег финансијског система. Овај тренд је настављен у новембру 2019. када је држава промовисала документ који укључује 20 мера политике у четири домена – даље отварање тржишта, јачање промоције инвестиција, проширење реформи у олакшању инвестиција и заштити интереса страних инвеститора. Додатно, кинеско регулаторно тело за банкарство и осигурање (CBIRC) објавило је нова правила која важе од почетка 2020. која страним зајмодавцима олакшавају улазак на кинеско тржиште. Страни зајмодавци ће такође моћи да отварају филијале и банке у страном власништву у Кини. Међутим, у међувремену су пооштрени захтеви за управљањем капиталом и спречавањем прања новца и финансирање тероризма. Наиме, у поређењу са отварањем робног сектора, либерализација финансијских услуга била је строго контролисана и Кина је и даље углавном затворена за стране финансијске институције. Историја земаља у развоју источне Азије пружа добре разлоге за такву врсту финансијске репресије, односно регулисања капитала.³ Наиме, економска истори-

³ Након рата, јапанско Министарство за међународну трговину и индустрију (МИТИ) давало је смер банкарском систему и имало широку дискрецију у вези са расподелом девиза, стварајући финансијски систем који је подржао државну индустријску политику. Слично, Јужна Кореја је спроводила финансијске политике чији је циљ подржавање брзог индустријског развоја; почетком 1960-их банке су поново национализоване, а финансијска политика је била углавном у рукама министра финансија. Субвенционисање извозних зајмова било је обезбеђено за пројекте промовисане од стране државе. Јапан и Јужна Кореја су имали сличне форме контроле капитала и снажну улогу влада која је омогућила да домаћи капитал буде у сврси индустријализације. Супротно томе, прерана финансијска либерализација (средином 1980-их) у комбинацији са релаксацијом владине контроле над финансијама у главним економијама југоисточне Азије, са недостатком ефикасних индустријских политика, довела је до катастрофе у финансијском систему виђене у Азијској финансијској кризи 1997-98. Контролу над финансијским системима добили су домаћи предузетници који су желели да искористе своје монополистичке позиције на домаћем тржишту како би максимизирали краткорочни профит (нпр. спекулације са некретнинама). Отвореност њихових финансијских система такође је дала тим предузетницима далеко више могућности да свој капитал пребаце у иностранство. Нпр. Тајланд је 1996. имао потпуно отворен капитални рачун; прилив страног капитала допринео је огромном надувавању тржишта некретнина и растућем дефициту текућег рачуна. Трговци валутама заузели су „кратке позиције” у односу националну монету. На крају, тајландска влада је одустала од фиксног девизног курса јула 1997. Следио је колапс тајландских банака, које су се задужиле у страном валути, углавном

ја овог региона сугерише да су финансијска репресија и контрола капитала често предуслов да земље које касно се индустријализују напредују и достигну већ развијене земље. Међутим, финансијска политика заснована на финансијској репресији смањује приносе изван одређене тачке. Наиме, док земље у развоју конвергирају ка развијеним, оне се суочавају са притисцима - и домаћим и спољним - да пређу на отворенији, дерегулисан финансијски систем. Тешко је постићи транзицију ослобођену превелике потрошње и мехура на тржишту некретнина и акција који обично претходе финансијској кризи.⁴

Кинески брз раст у последњих четрдесет година - вођен извозом и подржаним финансијским системом који служи развојним циљевима - био је прилично сличан оном у Јапану и Јужној Кореји у послератном периоду. Кина се сада суочава са сличним изазовима и дилемама финансијске либерализације као Јапан и Кореја 1980-их и 1990-их. Како финансијска либерализација напредује, раст не-банкарских зајмова и финансирања са страних тржишта указује на константну ерозију моћи државе над финансијским системом. Приватна предузећа, финансијске институције и међународни шпекулативни капитал већ користе празнине у кинеском систему контроле капитала ради тражења краткорочног профита. Додатно, очекује се да ће и напори Кине да се отвори страним инвеститорима довести до губитка тржишног удела за дуготрајно заштићене домаће банке. Поред тога, земље које се отворе за прилив капитала постају рањивије на евентуалне велике одливе капитала, и ако макроекономски фундаменти нису здрави, то може резултирати оштром депрецијацијом валуте, финансијском нестабилношћу и рецесијом. Ипак, како кинеска економија сазрева и постаје сложенија, финансијска либерализација је неизбежна (Xu & Low 2019).

У контексту ових напора Пекинга охрабрује добра реакција тржишта у новембру 2019. на кинеску емисију државних обвезница у еврима. Трошкови задуживања у зони евра су ниски (20-годишња обвезница носила је принос од само 1,08%, а еквивалентни принос на 10-годишње немачке државне обвезнице био је минус 0,32%), а очекује се да кинеске фирме наставе праксу владе у Пекингу смањујући зависност од корпоративног дуга деноминираним у дола-

за финансирање стамбених пројеката. Тајланд добија велики зајам ММФ-а условљен мерама за „стежања каиша”, а земљас тек 2003. достиже предкризни ниво БДП-а.

⁴ Нпр. како су јапанске фирме постале све веће 1980-их, било је потребно мање регулације да би добиле јефтиније финансирање из иностранства. У немогућности да профитирају од својих традиционалних корпоративних купаца, јапанске банке све више усмеравале своје кредите на некретнине и потрошачке кредите. Јапан је такође укинуо капиталну контролу 1980. и дозволио је да јен апресира порасте повезано са **'Plaza Accord'** (1985). Привучен је огроман износ страног капитала, већи део од тога је био шпекулативног карактера, што је подстакло цене некретнина. У исто време, јапанска влада је спровела политику ниских каматних стопа како би се супроставила ефектима апресијације јена на извознике, али је уместо тога подстакнуто потрошачко кредитирање. Током 1990-их, после притиска ММФ-а, корејска влада укинула је контролу капитала и дозволила екстерно краткорочно задуживање. Те мере су довеле до поплаве краткорочног спољног дуга, изазивајући велику финансијску кризу. Међутим, Кореја је већ била индустријска сила. Нижа валута омогућила је корејској економији да више извози и након Азијске кризе, та земља је отворила свој финансијски систем и спровела далеко ортодокснију (и опрезну) финансијску и монетарну политику, без финансијских криза.

рима, тако диверзификујући валуте у којима се држи кинески корпоративни дуг (Kimberley, 2019a). Ови покушаји су условљени могућношћу да би САД лако могле да користе постојеће америчко законодавство да ограничи кинески приступ америчком финансијском систему (са кинеском економијом ослоњеном на долар, та земља је подложна таквим законодавним мерама). Подстицање веће међународне употребе јуана помогло би у ублажавању, мада не и уклањању, таквих ризика, али се то показује као спор процес.

‘Phase One Agreement’ био је повезан са, показало се тренутним, преокретом у кретању јуана (који је био у вишегодишњем паду достижући минимум у септембру 2019.), што је одражавало растућу сигурност инвеститора. Off-shore RMB – који је најбоље посматрати када је трговина између Кине и САД у питању – тада је достигао курс од 6,9 за долар што је био нови максимум у скоро шест месеци. Неки инвеститори и аналитичари сматрали су да RMB бележи необичан заокрет као валута уточиште (Reuters, 2020). Међутим, ситуација се променила са кризом изазваном Коронавирусом, те је RMB почео да слаби, са курсом од 7,09 RMB за долар 6. априла 2020.⁵ Референтна процена указује да би априла 2021. курс могао износити 7,21 RMB за долар (Trading Economics, 2020). Јасно је да је кретање јуана је добрим делом последица тога што ЦБ Кине као и свака ЦБ одређује своју базном каматну стопу на тај начин управљајући курсом RMB више него што је случај на Западу. Додатно, интервенције на девизном тржишту од стране ЦБ Кине значајно утичу на RMB курс.

У другој половини марта 2020. валутна волатилност је порасла, са монетама земаља у развоју под притиском, али не и ренмимбија, чија је снага довела ту валуту до максималног нивоа у претходних 10 месеци у односу на корпу 24 валуте партнера-трговаца. Кинески статус сигурног уточишта на девизном тржишту чини се постојаним с обзиром на снажну екстерну позицију и механизам валуте (The Star, 2020).

График 1: Курс јуан према долару 1995-2020 (април)



Извор: <https://tradingeconomics.com/china/currency>

⁵ <https://www.xe.com/currencyconverter/convert/?Amount=1&From=CNY&To=USD>

Иначе, од 1997. до средине 2005. RMB је био фиксиран (8,28 за долар), да би потом био уведен управљано флукутирајући курс и до јула 2008. (када је услед кризе опет фиксиран) RMB је снажно ојачао (на 6,83 за долар). Од јуна 2010. враћен је флексибилни режим, и кинеска валута је поступно апресирала према долару, да би након изненадне депресијације од близу 3% током августа 2015, јуан поново благо слабио. После рекордно ниске вредности рачунајући од 2007. (6,96 RMB за долар 29. децембра 2016.) кинеска монета јача током прве половине 2017. Потом следи поновна депресијација јуана која се убрзала у другој половини 2019, привремено преокренута јануара 2020, те опет настављена са светском кризом изазваном пандемијом.

Проблеми емитера глобалних валута

Мере либерализације на плану валутне политике које је Пекинг мање или више интензивно спроводио током последње деценије доводе до тога да Кина постаје изложенија глобалним финансијским кризама и је то нешто што власти у Пекингу, и идеолошки, не могу себи да дозволе. Извесно је да постоји тензија и између финансијске либерализације и самог модела раста у Кини. Наиме, Пекинг се ослања на државна предузећа да омогући директан ток кредита ка технолошки напредним индустријама и компанијама, а престанак таквог модела би водио ка озбиљном успоравању економског раста и пада запослености. Дакле, ако би изгубила контролу над глобалним токовима портфолио инвестиција, Кина би била изложена глобалним финансијским кризама. Таква изложеност би се продубила ако ренминби постане глобална резервна валута. Наиме, као што то показује тренутни контекст, употреба долара као глобалне резервне валуте неизбежно доводи и до неефикасних монетарних политика од стране земље емитера (САД).

Додатни проблем евентуалног стицања статуса глобалне валуте за RMB је да би се економија Кине практично морала почети да креира сталне дефиците платног биланса (већи увоз од извоза, а не обрнуто како је у Кини тренутно) како би се стварала инострану тражњу за јуаном. Даље, да би се тај новац имао где уложити потребно је отворено и ликвидно тржиште обвезница, са легалним гаранцијама које уживају улагачи у САД.

У досадашњим напорима Пекинга главни проблем за интернационализацију јуана била је немогућност да се вишкови јуана у иностранству инвестирају. Суштински, главни аспект интернационализације RMB-а био је покушај експериментирања са „повратним каналима“ за јуан који је држан у иностранству.⁶ С обзиром на домаће институционалне баријере, развој даљих „повратних канала“ у основи је заустављен. Сходно томе, поставља се питање где би

⁶ Примене политика за олакшавање бесплатне употребе јуана које држе банке из Макао-а и у Hengqin и либерализацији каматних стопа за пружање кредита из хонгконшких банака предузећима са седиштем у Qianhai откривају изненађујући исход: та финансијска средства су употребљена за краткорочне развојне пројекте усредсређене на некретнине и логистичку инфраструктуру (који су водила кинеска државна предузећа), а не за портфолио инвестиције.

могли отићи off-shore ренминби. Наде Пекинга да би тај новац могао бити коришћен унутар трговинске сфере утицаја обухваћене Путем свиле, као и у новчаним тржишта у глобалним финансијским центрима, спремна да буду на располагању трговцима који желе да нпр. купују најновије мобилне телефоне марке Xiaomi или аутомобиле марке Geely, биле су нереалне (Fan-Lim, 2019).

У покушају да обулажи негативне последице валутне либерализације извесно је да Кина спроводи неконвенционалну реформу у циљу унапређења међународне употребе јуана без омогућавања слободних прекограничних токова капитала и губитка контроле над девизним курсом и каматним стопама. Пекинг покушава да знатно повећа употребу јуана као средство размене у међународној трговини, посебно у Азији. Међутим, улога валуте у међународним финансијама, као чувара или уточишта вредности, и даље је ограничена. Бројни институционални недостаци ограничавају међународну употребу јуана (Subacchi & Watson, 2017).

Оваква опрезност Пекинга може се разумети јер је, донекле парадоксално, управо слабост јуана и његова ограничена међународна употреба била од кључног значаја за привредни успон Кине. То је био кључни део стратегије да се повећа трговина и инвестиције. То је произвело феноменалан раст, иако по цену финансијске репресије, практично осуђујући домаћинства да штеде по вештачки ниским каматама. Међутим, због неефикасног коришћења капитала и нагомилавање економских неравнотежа, овај модел развоја све теже постаје одржив и потребно је да се промени (Dollar, 2017).

На крају, важан корак у интернационализацији је да се валути дозволи да пронађе своју равнотежну вредност уколико се жели да она постане једна од водећих светских монета. Потребно је да јуан слаби против јаког долара али и јача против слабог долара, што нпр. није био случај у 2016, а ни каснијих година, када је ренминби извенос прецењен и такав одржаван, поред осталог и услед притиска САД да се не дозволи јача депресијација кинеске валуте, која би додатно погоршала амерички негативан трговински биланс са том земљом. Извесно је да већи степен флексибилности може помоћи валути да брже нађе равнотежу.

Из свега реченог, јасно је да је основно ограничење за интернационализацију јуана контрола капитала. Истина, Кина је започела процес либерализације капиталног рачуна од 1996, а преостала је углавном контрола кретања краткорочног капитала. За потпуну конвертибилност потребна је макроекономска стабилност, смањивање финансијског левериџа, флексибилнија структура каматних стопа, минимизирање интервенције на девизном тржишту. Због још увек високих ризика кинеска влада ће одржати постепени приступ у погледу либерализације капиталног рачуна (Yu Yongding, 2014). Ипак, застој током 2016-17, када биле уведене нове рестрикције на СДИ својих компанија као и обавезна сагласност за друге 'cross-border' (прекограничне) трансакције за кинеска правна лица⁷, односно када су приоритизовани домаћи економски

⁷ Појавила се и забринутост да би високе суме RMB у иностранству, услед слабљења RMB, могле бити враћене у земљу, уз последичне спекулације са валутом.

циљеви услед (спекулативних) депресијацијских притисака на RMB, као и депресијацијски притисци повезани са трговинским ратом који Вашингтон води против Кине, показује сву тежину задатка пред којим се налазе креатори монетарне политике у Пекингу.

Утицај борбе за технолошку супремацију на статус глобалне валуте

На саслушању у Конгресу САД крајем октобра 2019. власник Facebook-а и потенцијални оснивач нове дигиталне валуте, Mark Zuckerberg, упозорио је Вашингтон да би блокарањем Libre САД уступила место растућој технолошкој надмоћи Кине што би на крају могло доћи угрозити америчке „демократске вредности”, уклапајући се својим дискурсом у реторички оквир борбе за технолошко лидерство двеју највећих светских економија. САД нису седеле скрштених руку; у фебруару 2019. Трупм је потписао извршни налог у напору да задржи америчко лидерство у вештачкој интелигенцији (чији је циљ да одсече кинеске компаније из америчког технолошког ланца вредности), док је током 2019. Вашингтон је више пута вршио притисак на кинеску телекомуникацијску опрему и поред осталих произвођача паметних телефона Huawei.

Кина је од 2014. на челу иновација које омогућавају технологију попут дигиталне валуте, а у октобру 2019. председник Кине је одобрио „*blockchain*” систем као приоритетну државну технологију. Како то иначе бива у Кини где све почиње фазно, у *Guangzhou Huangpu Development district* су објављени прописи о коришћењу „*blockchain*” како би се задовољило велико повећање апликација, док је већ 2018. у Шенжену покренута „*blockchain*” платформа која служи за подручје *Guangdong-Hong Kong-Macau Greater Bay Area* (Tse, 2019).

Као основна технологија дигиталних валута као што су *Bitcoin* и *Libra*, „*blockchain*” је дистрибутиван, децентрализован и јавни систем дигиталног рачуноводства који омогућава непроменљиво складиштење информација и података за све. Технологија обећава неупоредиву ефикасност, сигурност и транспарентност и има дубоке импликације од финансија преко производње до енергије. На пример, у сектору финансија, „*blockchain*” може помоћи традиционалним банкама смањујући трошкове рада и омогућавајући појединцима да обављају трансакције у сигурном окружењу. Платформе за паркирање омогућене „*blockchain*”-ом пружале би информације у стварном времену о паркинг местима за возаче који резервишу просторе, смањујући на тај начин гужве. У приватном сектору потражња за „*blockchain*” решењима за ланац снабдевања и логистику брзо се шири, као што је случај у традиционалном ланцу снабдевања (где плаћања могу потрајати и до неколико дана, а уговорни споразуми укључују различите нивое трошкова трећих страна), где све већа глобализација и сложеност трговине онемогућава праћење производа до извора, угрожавајући интегритет ланца снабдевања.⁸

⁸ Према PwC, 40% прехрамбених компанија сматра да је тешко открити преваре тренутним методама, а 39% сматра да је њихове производе лако фалсификовати, а „*blockchain*” би могао бити одговор на таква трења у ланцу набавке.

На глобалном нивоу „blockchain” може трансформисати различите аспекте међународне трговине, укључујући финансије, царине и процесе сертификације, логистику и интелектуалну својину. Ако би кинеска дигитална валута била усвојена у више земаља, амерички надзор и регулација глобалног финансијског система нашли бе се пред великим изазовом. Tse (2019) наводи да би Кина, док развија апликације „blockchain” система, требало да усвоји најбоље праксе и међународна мерила и успостави јаснији, целовит законодавни оквир. Он потенцира да иако постоје и постојаће разлике, свет ће имати користи ако две водеће економске силе успоставе глобално управљање и кодекс понашања о „blockchain” технологији као и њеним применама. Иначе, на пословном нивоу се оваква сарадња већ дешава. На пример, *IBM*, *Walmart*, кинески трговац на мало *JD.com* и *Tsinghua University* покренули су пројекат у децембру 2017. за развој решења за сигурност хране користећи *IBM „blockchain”* платформу (укључујући и добављаче хране као што су *Dole* и *Kroger*, који су користили купце ван мреже и преко интернета широм света).

Rogoff (2019) потенцира да као што је технологија пореметила амерички утицај на медије, политику и бизнис, да исто прети да се деси способности Америке да даље користи своју валуту како би остварила своје шире националне интересе (САД тренутно имају финансијске санкција против 12 земаља). По њему, скорашњи почетак кинеске дигиталне валуте би могао да поткопа укупну доминацију долара у глобалној трговини и финансијама. За сада, амерички регулатори имају огромну моћ не само над домаћим ентитетима, већ и над свим финансијским фирмама којима је потребан приступ тржиштима у доларима, као што је ЕУ недавно научила када су САД присиле европске банке да се придржавају строгих ограничења пословања са Ираном. Америчка дубока и ликвидна тржишта, отежаваће кинеске напоре за постизање валутне доминације још дуго времена будући да кинеска контроле капитала, ограничења на поседовање обвезница и капитала и нетранспарентност њеног финансијског система успоравају пут јуана ка истискивању долара у легалној глобалној економији. Међутим, контрола над сивом економијом у потпуности је друга ствар. Та врста економије, која се састоји углавном од утаје пореза и криминалних активности, много је мања од легалне (можда око једне петине), али је и даље врло важна. Широко коришћена, подржана кинеска дигитална валута сигурно би могла имати утицаја, посебно у областима у којима се интереси Кине не подударају са интересима Запада. Наравно, западни регулатори на крају могу забранити употребу кинеске дигиталне валуте, али то је неће спречити да се користи у великим деловима Африке, Латинске Америке и Азије, и у сивој зони у САД-у и Европи. Треба додати да регулатори широм света имају огромне подстицаје за умањивање значаја крипто валута забрањујући њихову употребу у банкама и малопродајним установама, на тај начин их чинећи изузетно неликвидним и у коначници мало вредним. Међутим, то неће бити случај са дигиталним ренминбијем кога подржава Пекинг, који би се лако могао трошити у једној од највећих светских економија. Када Кина лансира своју нову дигиталну валуту централна клириншка кућа ће у фактички омогућити кинеској влади да види било шта и где, често на уштрб америчких интереса.

Средином марта 2020. чини се да је ЦБ Кине завршава развој своје дигиталне валуте у сарадњи са приватним компанијама. ЦБ припрема одговарајуће законе како би била обезбеђена циркулација дигиталним јуаном. Наводно, недавни патенти компаније Alipay (финансијске подружнице кинеског технолошког гиганта Alibaba) односе се на основних функција дигиталне валуте, укључујући промет, плаћање и издавање. Наиме, Alipay је објавио пет патената повезаних са кинеском дигиталном валутом почетком ове године. Датум лансирања није познат, мада инсајдери очекују убрзање усред пандемије коронавируса и економског успоравања (Global Times, 2020).

Закључна разматрања

Од краја Другог светског рата долар је у средишту међународних финансија и трговине и као резултат тога, америчка ЦБ (ФЕД) има огроман утицај на економске услове широм света. Долазак модерних крипто-валута није имао утицај на глобалну потражњу за доларима. Међутим, *Libra* би могла постати широко коришћен облик плаћања - делом и зато што *Facebook* има преко две милијарде активних корисника месечно, али и зато што је постојећи финансијски систем неефикасан.⁹

И поред тренутне доминације долара, јасно је да ће његов значај опадати заједно са очекиваним падом удела америчке економије у глобалном БДП-у (Николић и Маловић, 2020). Додатно, Трампови непромишљени економски ратови и санкције створили су контра-коалицију за "де-доларизацију", на челу с Кином и Русијом, која је прећутно подржана од ЕУ. Међутим, амерички удео у глобалном БДП-у опада практично константно од 1945, али кључна улога долара, наслеђена од фунте, није угрожена. Чак и када је, с престанком *Bretton Woods* система 1971. долар преко ноћи постао 'папирна валута', што значи да његова вредност није гарантована златним резервама већ искључиво поверењем тржишта у њену вредност, то се није битније одразило на његову доминацију (Trigkas, 2019). Иако је САД главни кривац за кризу глобалног капитализма, чак и током Велике рецесије 2008, настале у САД, или пак економске кризе изазване Коронавирусом 2020, капитал не бежи од Америке, већ према њој.

Када је у питању улога злата као светске референтне монете, проблем је да тржиште злата мало у поређењу са тржиштима капитала, али главни недостатак злата је немогућност превелике емисије у складу са растом потражње за ликвидношћу у свету (наиме, глобалне количине злата расту веома споро). Додатно, од увођења евра, који се доскора посматрао као најозбиљнији кандидат за 'замену долара', статус монете САД једва да је пољуљан на почетку, да би се потом тренд преокренуо против валуте Еврозоне. Гледајући у будућност,

⁹ Ако би *Libra* омогућила људима да лако (и јефтино) пошаљу новац, као што објављују ажурирања на *Facebook*-у (укључујући и слање новца у иностранство у облику дознака које радници шаљу у своје матичне земље) она би могла да угрози чак и долар, мада за то постоји бројне препреке.

без фискалне уније у зони евра, структурни притисци између центра и периферије могу срушити ту монету.¹⁰ Изазов јена, подржан снажно растућом економијом Јапана у три деценије закључно са 1989. био је сувише слаб да та монета била разматрана као избиљни супарник долару. Тренутни изазивач је до сада најјозбиљнији, и наравно, ради се о јуану. Наиме, Кина већ четири деценије бележе веома високе стопе раста и ако би по нивоу дохотка по становнику та земља достигла Јужну Кореју, што више не изгледа незамисливо, БДП најмогодљудије земље би био двоструко већи од америчког. Иако се реч о потенцијално релативно далекој будућности (средина овог века, будући да би Кина могла достићи БДП САД тек крајем 2020-их), сама чињеница да би нека економија могла постати већа од америчке, по први пут после 1870-их, изгледа веома избиљно (Совјетски Савез никада није прешао 43% америчког БДП-а, и то мерено по куповној моћи).

Свакако, нико не очекује да Кина икада могла достићи скоро половински удео у глобалном БДП-у који су имале САД непосредно након 1945. Дакле, ако ренминби треба да замени амерички долар, онда његова моћ мора бити базирана на другим факторима, попут одрживог дефицита текућег рачуна платног биланса (већи увоз од извоза, а не обрнуто како је у Кини тренутно) који би стварао потражњу за јуаном (као што је случај са доларом тренутно), ликвидно тржиште обвезница, укидање контроле капитала и легалне гаранције које уживају инвеститори у САД. Кина је далеко од успостављања већине тих услова. Дугорочно гледано, сваки раст стварне улоге Кине у међународном финансијском систему зависиће од успешне промоције концептуалне алтернативе актуелном моделу глобалне финансијске архитектуре у циљу превазилажења глобалне неравнотеже између финансијског сектора и реалне економије (Kuznetsov, 2019).

Тренутно, Америка издаје кључну глобалну валуту, има највеће светско тржиште акција и најликвидније тржиште обвезница. Преко половине свих међународних депозита, кредита и меница номиновано је у америчким доларима. Три америчке агенције за рејтинг представљају 96% свих акредитованих кредитних рејтинга у свету, а САД инвестициони фондови управљају са више од половине светске корпоративне имовине.

Кинеска водећа глобална позиција у погледу низа економских показатеља (БПП по куповној моћи, индустрија, извоз, радна снага, унутрашње тржиште) и даље има занемарив утицај на способност земље да утиче на међународни финансијски систем. Та држава има врло ограничене могућности да утиче на велике међународне организације (ММФ, Светска банка). Нпр. вредност СДР-а у оптицају износи 204 милијарди УСД или мање од 4% међународних девизних резерви. Удео јуана у структури међународних девизних резерви и међународних трансакција износи тек 2%. Истина, пан-азијске финансијске институције су свакако инструмент који Кина користи како би унапредила своју још увек слабу финансијску позицију. Ипак, иако те ново-

¹⁰ Нпр. економски и социјални услови у Италији, Грчкој и Шпанији и даље су лоши, а чак и у Немачкој, чија је конкурентност подстакнута депресијацијом евра у односу на долар од Велике ресесије 2008, економски раст је веома слаб.

основане организације имају за циљ да се такмиче са Bretton Woods институцијама, Пекинг тренутно нема намеру да мења неолибералне принципе функционисања глобалног поретка. Наиме, Кина велик део својих глобалних економских достигнућа дугује чланству у међународним финансијским и економским организацијама којима доминирају САД. Ипак, да би могао да заштити своје економске интересе, Пекинг треба да учествује у оним међународним институцијама у којима његов глас има важну улогу, у покушај у том смеру су недавне иницијативе за стварање пан-азијских институција за монетарну политику, финансије и економију (као што су нова развојна банка *BRICS*--а, Азијска инвестиционо инфраструктурна банка-АИВ, мултилатералност *Chiang Mai Initiative, BRICS Contingent Reserve Arrangement*). Додатно, отварање међународне енергетске берзе у Шангају (где се трансакције обављају у кинеском јуану) марта 2018. био је први корак Кине на успостављању „petro-juan“ система цена на глобалном тржишту енергената. Важан елемент целе конструкције, који даје велике наде Пекингу је то што је Кина већ од 2014. на челу иновација које омогућавају дигиталне валуте, а у октобру 2019. је и официјелно одобрен „blockchain“ систем као приоритетна државна технологија.

Упркос годинама у којима САД бележи фискални и дефицит текућег рачуна, као и растући однос дуга према БДП-у, долар остаје глобална валута број један. Ипак, када нека држава има хронични дефицит буџета (просечно по 3% БДП-а од Регана) и платног биланса (2,6% БДП-а), то поткопава њену геополитичку моћ - као што је то показала Британија током 20. века. Дакле, главна слабост финансијског система САД су огромни и растући дугови, односно зависност америчке привреде од банкарских зајмова и кретања на берзи. На пример, нагли пораст каматних стопа или пад потражње као резултат економског прегревања може довести до снажног пада цена акција, евентуално водећи у депресију, као што је то био случај 1929. и 2008. или као што се то дешава од фебруара 2020. Опасна рањивост финансијског система САД је зависност од екстерног финансирања, што се управо последица статуса долара као кључне резервне валуте (САД практично мора да бележи сталне дефиците платног биланса да би креирала довољно глобалне ликвидности). Хипотетички, ако падне међународна потражња за доларима, америчко финансирање из спољних извора би могло да пресуши, доводећи у питање финансирање перманентних и високих фискалних дефицита, односно јавне потрошње у тој земљи (Kuznetsov, 2019). Додатно, активно стварање off-shore долара (нпр. у Кајманским острвима) који нису под контролом америчких регулатора повећава ризик колапса валутног система, који ће бити редефинисан само у таквом случају.

Kimberli (2019) наводи да би хипотетички јуан могао ‘истиснути’ долар, али да би за то централне банке широм света требало да одлуче да држе најмање 700 милијарди долара у јуанима у својим девизним резервама.¹¹ Додатно, ЦБ Кине би требало да дозволи слободну трговину јуаном и да се ослободи

¹¹ Међутим, чак и кад је ЕУ била највећа светска економија банке никада нису откупиле све евре које би хипотетички требало да имају и већина међународних трансакција и даље се вршила у доларима иако је трговина у америчкој валути била у паду.

његове везаности за долар. ЦБ Кине би такође требало да постане јасна о својим будућим намерама са јуаном, да кинеска финансијска тржишта постану транспарентна, те да се кинеска монетарна политика перципира као стабилна. У том случају, ренминби би стекао репутацију стабилности америчког долара, која би морала бити подржана огромним и ликвидним тржиштем кинеских државних обвезница у које би инвеститори широм света слободно и сигурно могли пласирати вишак свог капитала.

Експерти за међународне односе обично повезују вршење геополитичке моћи са јаком валутом. Због тога неки истичу опасност да би Кина могла да „нападне“ Америку избацавањем своје огромне залихе америчких државних хартија од вредности, смањујући на тај начин долар и повећавајући трошкове зајма америчке владе. Та мало вероватна мера би значила додатно ојачавање ренминбија и била би супротна конкурентној депрецијацији. У сваком случају, са САД који користи све више долар у политичке сврхе, ЕУ или Кина ће можда успети да развију алтернативне механизме плаћања који би нпр. Ирану омогућили продају своје нафте, што би могло угрозити улогу долара у дужем периоду. За сада перспектива „силаска долара“ изгледа као далека, али ако се САД безбрижно одрекну вођства глобалног мултилатералног поретка, долар би на крају могао изгубити дугогодишњи примат (Frankel, 2019). У случају силаска долара са сцене, "огромна привилегија" (Exorbitant Privilege) која припада издаваоцу доминантне валуте не би била више само америчка. Наиме, компаније и трезор САД се због тога деценијама могу задуживати по нижим ценама. Нпр. приноси на америчке десетогодишње обвезнице су били око један процентни поен нижи у раним 2000-им захваљујући статусу долара.¹²

Јасно је да је јуан још далеко од светске резервне валуте, што захтева пуну конвертибилности и комплетну либерализацију тржишта капитала, али се пут ка биполарним или триполарном (долар, јуан, евро) монетарном систему се назире. Оно што се чини извесним је да ће се удео кинеске валуте у међународним финансијским токовима средњорочно и дугорочно повећавати, што ће довести до значајног смањења интернационалне улоге америчке монете.

Литература:

1. Dollar, David (2017). 'China's Changing Role in the Global Economy'. Paulson Institute, April 10, 2017. <https://www.youtube.com/watch?v=VAOaCwRP9mo>
2. Fan-Lim, Kean, 2019. Ten years after China's renminbi went global, what keeps it from really challenging the US dollar as a reserve currency? South China Morning Post, 17 Apr, 2019. <https://www.scmp.com/comment/letters/article/3006413/chinas-yuan-went-global-10-years-ago-communist-party-control-keeps>
3. De Grauwe, Paul (2020). The Rise and Fall of International Currencies. Project Syndicate, Mar 6, 2020 <https://www.project-syndicate.org/onpoint/the-rise-and-fall-of-international-currencies-by-paul-de-grauwe-2020-03>

¹² У случају дужничке кризе ФЕД може једноставно одштампати више долара за отплату обавеза владе.

19. Reuters (2020). China's yuan leads rally ahead of U.S. trade deal, Reuters 13/1/2020. <https://uk.reuters.com/article/us-global-forex/chinas-yuan-leads-rally-ahead-of-u-s-trade-deal-idUKKBN1ZC031>
20. Rogoff, Kenneth (2019). The High Stakes of the Coming Digital Currency War. Project-syndicate, Nov 11, 2019. <https://www.project-syndicate.org/commentary/global-battle-for-digital-currency-supremacy-by-kenneth-rogoff-2019-11>
21. Russo, Federica (2019). How currency war could affect yuan's global status. Asia Times, AUGUST 9, 2019. <https://www.asiatimes.com/2019/08/opinion/how-currency-war-could-affect-yuans-global-status/>
22. Sheng, Andrew (2017). 'Trumping the Renminbi'. Project-Syndicate, JAN 27, 2017. <https://www.project-syndicate.org/commentary/china-renminbi-depreciation-trump-by-andrew-sheng-and-xiao-geng-2017-01>
23. Spiro, Nicholas (2020). South China Morning Post, 27 Mar, 2020 <https://www.scmp.com/comment/opinion/article/3077044/coronavirus-rocks-financial-markets-worldwide-china-not-safe-bet>
24. Subacchi, Paola & Watson, Anna, (2017). 'The People's Money: How China Is Building a Global Currency'. Times, January 12, 2017 <https://www.timeshighereducation.com/books/review-peoples-money-how-china-building-global-currency-paola-subacchi>
25. The Star (2020). China's yuan unshakable in the face of global recession, The Star, 19 Mar 2020. <https://www.thestar.com.my/business/business-news/2020/03/19/chinas-yuan-unshakable-in-the-face-of-global-recession>
26. Trading Economics (2020) <https://tradingeconomics.com/china/currency>
27. Trigkas, Vasilis (2019). US dollar hegemony will endure for as long as America's institutional strength holds up, South China Morning Post, 12 Dec, 2019. <https://www.scmp.com/comment/opinion/article/3041428/us-dollar-hegemony-will-endure-long-americas-institutional-strength>
28. Tse, Edward (2019). Why the US should not try to thwart China's blockchain and digital currency ambitions, South China Morning Post, 18 Nov, 2019 <https://www.scmp.com/comment/opinion/article/3037950/why-us-should-not-try-thwart-chinas-blockchain-and-digital-currency>
29. Xu, Yang and Low, Donald (2019). China beware, the road to an open financial system is paved with Asian casualties, South China Morning Post, 23 Dec, 2019 <https://www.scmp.com/week-asia/politics/article/3042856/china-beware-road-open-economy-paved-asian-casualties>
30. Yao, Kevin, (2017). China capital outflows stabilized in first-quarter as capital controls bite, Reuters, Apr 20, 2017. <http://www.reuters.com/article/us-china-economy-idUSKBN17M086>
31. Yongding, Yu (2014). Reviving China's Rebalancing, Proyect Syndicate, FEB 7, 2014. <http://www.project-syndicate.org/commentary/yu-yongding-says-that-ending-the-country-s-chronic-external-surpluses-should-begin-with-a-shift-to-a-floating-exchange-rate-regime#HGyl84wuVurWv7kg.99>

GROWTH OF THE YUAN'S IMPORTANCE IN THE WORLD FINANCIAL FLOWS: CRITICAL IMPORTANCE OF GLOBAL CURRENCY FOR SUPER-POWER STATUS

Summary: For years, the Chinese modus operandi in pursuing the internationalization of the national currency is based on encouraging domestic and foreign companies to use RMB for trade invoicing. Furthermore, China is increasingly reliant on off-shore markets to develop a financial clientele for its currency, while its central bank has negotiated a number of currency swap arrangements. Certainly, Beijing should allow freer access for foreign investors to its financial market, but it could, in return, lead to the dangerous over-indebtedness of many corporations. As an essential element of internationalization of the yuan is blockchain's technology, with Beijing already developing applications for 'blockchain's system. If China's digital currency is adopted in more countries, the US's oversight and regulation of the global financial system would get challenged.

It is clear that there is a tension between financial liberalization and China's growth model, which largely relies on state-owned companies using subsidized loans. In addition, Beijing has to fix financial supervision, strengthen corporate governance and proceed with structural reforms. In the medium and long term, it seems almost certain that the share of the Chinese currency in international financial flows will increase, which will lead to a significant decrease in the international role of the US dollar.

Key words: China, Yuan, 'Blockchain', Currency Internationalization, the US, Dollar

