

Андреа Матијевић

УСПОН КИНЕСКОГ
ЈУАНА КАО
СВЕТСКЕ РЕЗЕРВНЕ
ВАЛУТЕ



Андреа Матијевић

**УСПОН КИНЕСКОГ
ЈУАНА КАО СВЕТСКЕ
РЕЗЕРВНЕ ВАЛУТЕ**

Београд, 2022.

Андреа Матијевић

**УСПОН КИНЕСКОГ ЈУАНА КАО СВЕТСКЕ
РЕЗЕРВНЕ ВАЛУТЕ**

Издавач

Институт за политичке студије, Београд

За издавача

Др Живојин Ђурић

Рецензенти

Проф. др Радован Ковачевић
Доц. др Александар Милошевић
Др Стеван Рапаић

Пословни секретар

Смиљана Пауновић

Дизајн корица

Марија Стевановић

Прелом и штампа

Ситопринт, Житиште

Тираж

100

Монографија је настала у оквиру научноистраживачке делатности
Института за политичке студије из Београда, суфинансирана од
стране Министарства просвете, науке и технолошког развоја
Републике Србије.

*Мојој породици,
која ми је пружала безрезервну и драгоцену подршку
и ослонац у свим мојим досадашњим подухватима.*

САДРЖАЈ

ПРЕДГОВОР	9
СПИСАК ТАБЕЛА, ГРАФИКОНА И СЛИКА	14
СПИСАК СКРАЋЕНИЦА	17

ГЛАВА 1

1. СВЕТСКА РЕЗЕРВНА ВАЛУТА – ПОЈАМ И КАРАКТЕРИСТИКЕ	21
--	----

1.1. Појам светске резервне валуте.....	21
1.2. Услови које валута једне државе треба да испуњава да би имала статус светске резервне валуте.....	25
1.3. Предности и недостаци статуса светске резервне валуте.....	30

ГЛАВА 2

2. ДОЛАР КАО СВЕТСКА РЕЗЕРВНА ВАЛУТА	39
2.1. Савремене функције долара.....	39
2.1.1. Долар као средство обрачуна.....	42
2.1.2. Долар као средство размене.....	43
2.1.3. Долар као средство очувања вредности.....	43
2.2. Критике доминантне позиције долара.....	46
2.3. Изазивачи долара као светске резервне валуте.....	53
2.3.1. Евро.....	56
2.3.2. Кинески јуан - ренминби.....	60
2.3.3. Специјална права вучења.....	61

ГЛАВА 3

3. КИНЕСКИ ЈУАН : КОНКУРЕНТ ИЛИ АЛТЕРНАТИВА ДОЛАРУ?	67
3.1. Савремене функције јуана.....	67
3.1.1. Јуан као средство обрачуна.....	68
3.1.2. Јуан као средство размене.....	68
3.1.3. Јуан као средство очувања вредности.....	69
3.2. Јуан, долар и евро	73
3.2.1. Фактурисање међународне трговине.....	73
3.2.2. Девизно тржиште.....	78
3.2.3. Девизне резерве.....	80
3.3. Недостаци јуана као светске резервне валуте	84

ГЛАВА 4

4. ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИЈА ЈУАНА – РАСТ МЕЂУНАРОДНЕ УЛОГЕ ИЛИ ПРОЦЕС БЕЗ КРАЈА..	89
4.1. Укључивање јуана у корпу валута за обрачун Специјалних права вучења	93
4.2. Валутни своп аранжмани Народне банке Кине са централним банкама других држава.....	98
4.3. Посебан статус јуана у Хонг Конгу.....	103

ГЛАВА 5

5. ПРЕДИСПОЗИЦИЈЕ РАСТА МЕЂУНАРОДНЕ УЛОГЕ ЈУАНА.....	117
5.1. Удео кинеске економије у светској привреди	119
5.1.1. Бруто домаћи производ Кине	119
5.1.2. Удео Кине у међународној трговини	121
5.2. Финансијско тржиште Кине – развој и отварање ...	125

5.3. Либерализација кинеског тржишта капитала.....	137
5.4. Девизни курс јуана.....	152
5.5. Макроекономске политике Кине	160

ГЛАВА 6

6. ПЕРСПЕКТИВЕ ЈУАНА КАО СВЕТСКЕ РЕЗЕРВНЕ ВАЛУТЕ: МОЖЕ ЛИ ЈУАН УГРОЗИТИ ДОМИНАЦИЈУ ДОЛАРА?.....	169
ЗАКЉУЧАК.....	179
ЛИТЕРАТУРА.....	190

ПРЕДГОВОР

Глобална финансијска криза потврдила је улогу долара као валуте на којој се заснива глобални финансијски систем. Појачано инвестирање странаца у доларске хартије од вредности током кризе омогућило је долару очување позиције кључне светске валуте. Међутим, инхерентна нестабилност овог система заснованог на долару не престаје да подстиче предлоге за реформу овакве међународне финансијске архитектуре. Стога се све чешће као алтернативе долару на глобалном нивоу посматрају евро и јуан, имајући у виду економске перформансе Евразоне и Кине, као и очигледну намеру Кине да интернационализује јуан.

Предмет ове монографије састоји се у утврђивању претпоставки које посматрање јуана као светске резервне валуте чине све више оправданим. Стога се настоји понудити синтеза која обухвата не само преглед тренутне улоге коју јуан има у међународном финансијском систему, већ и анализа процеса интернационализације, али и недостатака и додатних услова које Кина треба да испуни како би јуан имао статус светске резервне валуте, а све то у циљу изношења аргументације за схватање према ком је оправдано сматрати да ће јуан бити озбиљан ривал долару у погледу статуса доминантне светске резервне валуте у годинама које долазе.

Насловом монографије аутор настоји да истакне хипотезу чијем доказивању тежи овим истраживањем, а то је да процес интернационализације јуана има растући тренд. За ту сврху у монографији се првобитно полази од теоријских разматрања о светској резервној валути. Биће истакнуто да је функција светске резервне валуте једна од функција које има валута која ужива статус светске валуте уопште и анализиране остале функције које светска валута може имати, уз одређење појма светске резервне валуте. Такође, анализираће се и претпоставке које једна валута мора да испуњава да би имала статус светске валуте, односно фактори који утичу на међународни статус валуте. У оквиру теоријских разматрања у анализу ће бити укључене и предности и недостаци међународног статуса валуте, односно предности и недостаци по земљу емитента такве валуте. Теоријска разматрања закључиће се чињеницом да ниједан од ових атрибута није вечан, већ управо супротно: свака од предности одређене валуте подложна је умањењу под утицајем протока времена. Ниједна валута никада није уживала вечну доминацију у међународној употреби.

Други део посвећен је управо анализи улоге валуте која тренутно ужива доминантну употребу на међународном нивоу, а то је долар. Савремене функције долара посматраће се прво кроз развој улоге долара и стицање доминантног положаја настанком Бретонвудског система. У оквиру савремених функција долара, посебно ће бити наглашена функција долара као светске резервне валуте, односно његов доминантан удео у девизним резервама држава. Такође, биће истакнута и неумањена улога долара у фактурисању међународне трговине и улога у процесу доларизације. Па ипак, доминација долара као светске валуте све чешће доводи се у питање из оправданих разлога, а то су првенствено раст дефицита текућег рачуна САД као земље емитента ове валуте и увећање њиховог спољног дуга. Стога се аутор бави не само критикама доминантне позиције долара, већ и најзначајнијим алтернативама и изазивачима долару као светској резервној валути.

Преостала поглавља посвећена су јуану као алтернативи долару на позицијама светске резервне валуте. Истиче се да је након глобалне финансијске кризе уочена неусклађеност између растуће улоге Азије, првенствено Кине, у светској привреди и доминације долара у међународном монетарном систему. Кина је преузела почетне кораке да би се умањио овај раскорак и извршила интернационализација њене валуте. Овде ће бити истакнуто да је посматрање према ком се очекује да јуан постане не само доминантна валута у Азији, већ и светска резервна валута засновано на растућој улози Кине у светској привреди, тј. динамичном расту БДП-а и њеном статусу највећег светског извозника, као и на могућности да јуан стекне статус међународног средства размене, имајући у виду велику зависност Кине од извоза и увоза робе и услуга, али и диверзификовану робну размену међу земљама. Свему овоме иде у прилог и стабилност кинеске привреде у последњих неколико година и значајан напредак у изградњи финансијског система. Да би се уочило какав је ефекат ових процеса, посебно поглавље биће посвећено компарацији удела које на тржишту капитала, у финансирању спољне трговине и у девизним резервама имају јуан, долар и евро. Овде ће бити истакнуто да јуан мора да испуни и додатне критеријуме како би имао међународну улогу, првенствено стицање поверења у валуту и отварање финансијског тржишта Кине, али да су кинеске власти већ усмериле своју пажњу на испуњавање услова неопходних за интернационализацију валуте.

Процесу интернационализације јуана посвећен је четврти део, кроз анализу конкретних деловања у том смеру: укључивање

јуана у корпу валута за обрачун Специјалних права вучења, кинеске своп (*swp*) аранжмане са другим централним банкама и посебан статус јуана у Хонг Конгу. Наиме, Кина је 2015. затражила од Међународног монетарног фонда да укључи јуан међу валуте које служе за израчунавање Специјалних права вучења, у циљу убрзавања конвертибилности јуана и олакшавања страних улагања на кинеском финансијском тржишту. Укључивање јуана у корпу СПВ валута је и реализовано 2016. године, а аутор ће се бавити и ефектима овакве одлуке ММФ-а по интернационализацију јуана. Кина је започела и праксу закључивања валутних своп аранжмана којим се омогућава размена националних валута путем појединачних трансакција две централне банке, ради унапређење билатералне трговине и директних улагања са земљама са којима се ови аранжмани реализују. Овим се посебно доприноси интернационализацији, јер што је већа употреба једне валуте мимо граница државе емитента, та валута више заслужује епитет светске валуте. Интернационализација јуана посматра се и кроз аспект улоге ове валуте и њеног статуса у Хонг Конгу као специјалној административној регији у оквиру Кине, која има и посебну валуту – хонконшки долар. Пекинг је први пут почео да дозвољава коришћење јуана 2003. године, када је банкама у Хонг Конгу дозволио да изврше одређене послове у домаћој валути. Од 2009. године, Кина је почела да све интензивније „гура“ своју валуту, дозвољавајући међународним компанијама и привредницима да обављају трговину користећи јуан, а затим и омогућавајући да се он користи у инвестиционим операцијама. И овакав потез Кине у Хонг Конгу додатно доприноси широј употреби јуана као нужној претпоставци интернационализације валуте.

Управо је претпоставкама за успех интернационализације јуана посвећена наредна, пета глава. Такође се у овом делу врши и евалуација успеха Кине на свакој од следећих димензија:

- Удео економије у светској привреди – бруто домаћи производ и удео државе у глобалној трговини и финансијама важне су претпоставке које валута мора испуњавати за статус светске резервне валуте;
- Финансијско тржиште – развој и отварање – држава емитент валуте која претендује на статус светске резервне валуте мора поседовати дубоко и ликвидно финансијско тржиште, нарочито тржиште ХоВ са гаранцијом државе, како би се обезбедила сигурна улагања за централне банке других држава. Такође је важан и промет на тржишту обезбедница, чиме се мери ликвидност финансијског тржишта;

- Либерализација тржишта капитала – резерве морају бити прихватљиве као средство плаћања за спољнотрговинске партнере државе чија валута претендује на статус светске резервне валуте, што захтева конвертибилност валуте на глобалним финансијским тржиштима. Овај услов је тешко остварљив ако држава емитент валуте која претендује на статус светске резервне валуте намеће ограничења токовима капитала и ако су девизна тржишта под директном контролом владе дате државе;
- Девизни курс – уобичајено је да валуте које претендују на статус светске резервне валуте имају флексибилан девизни курс, иако се тиме не искључује могућност да централне банке државе емитента валуте интервенишу на девизном тржишту;
- Макроекономске политике – инвеститори у суверене фондове државе емитента валуте која претендује на статус светске резервне валуте морају имати поверења у економске политике те државе, нарочито у спремност државе за одржавањем ниске стопе инфлације и прихватљивог нивоа јавног дуга како вредност валуте те државе не би била угрожена.

Последњи део монографије бави се перспективама јуана као светске резервне валуте, кроз синтезу предности позиције јуана као валуте Кине али и ограничења на које кинеске власти треба да усмере своју пажњу како би процес интернационализације јуана био што успешнији. Оваква синтеза ће омогућити изношење закључака према којима се, без обзира на све услове које Кина треба да задовољи и претпоставке које јуан треба да испуни у наредном периоду, а имајући у виду кораке које су кинеске власти преузеле за испуњавање услова како би се интернационализација јуана заиста догодила, може очекивати да у годинама које долазе јуан може задовољити претпоставке да угрози позиције долара као доминантне светске резервне валуте.

Приликом израде ове монографије, коришћено је неколико основних метода истраживања. На првом месту то су методе дескрипције и компарације, а затим методе анализе и синтезе, као и индуктивна и дедуктивна метода. Аутор долази до релевантних закључака методом анализе садржаја али и анализе случаја. Такође, аутор употребљава и уобичајене статистичке алате (просеке, индексе, корелације).

Ова монографија заснива се на необјављеним налазима истраживања спроведеним за потребе мастер рада наслова „Јуан као светска резервна валута – изазови и перспективе“, одбрањеног

21. септембра 2021. године на Економском факултету Универзитета у Београду. Ти налази су за потребе ове монографије допуњени додатним увидима, новијим подацима и додатним закључцима.

Аутор користи прилику да се захвали др Живојину Ђурићу, научном саветнику и директору Института за политичке студије, као и запосленима и колегама са Института, без чије подршке и помоћи ова монографија не би била објављена. Неизмерну захвалност аутор дугује и рецензентима, својим менторима: проф. др Радовану Ковачевићу са Економског факултета у Београду, доц. др Александру Милошевићу са Факултета политичких наука у Београду и др Стевану Рапаићу, научном сараднику са Института за политичке студије. Њихова подршка, помоћ и корисне сугестије значајно су допринеле квалитету ове монографије.

У Београду, фебруар 2022. године
Андреа Матијевић

СПИСАК ТАБЕЛА, ГРАФИКОНА И СЛИКА

ТАБЕЛЕ:

Табела 1.1. Функције светске валуте, стр. 22

Табела 1.2. Вредност девизних резерви на светском нивоу и удео валута у алоцираним резервама, стр. 23

Табела 3.1. Валутна структура ванберзанског (ОТС) девизног промета (дневни просеци у милијардама USD и процентуални удели): удели долара, евра и јуана, стр. 79

Табела 4.1. Користи и трошкови интернационализације валуте, стр. 91

Табела 4.2. Билатерални валутни своп аранжмани Народне банке Кине, стр. 99

Табела 5.1. Десет држава са највећим реалним бруто домаћим производом за 2020. годину, стр. 120

Табела 5.2. Водећи извозници и увозници у трговини робама за 2020. годину, стр. 122

Табела 5.3. Водећи извозници и увозници у трговини комерцијалним услугама за 2020. годину, стр. 123

Табела 5.4. Вредност банкарских депозита и номинални БДП одабраних економија у милионима USD (први квартал 2021. године), стр. 129

Табела 5.5. Структура кредита Кине према корисницима за 2010. и 2020. годину (у билионима USD), стр. 130

Табела 5.6а. Економски актери са највећом вредношћу тржишта недоспелих (*t still g*) обвезница (у милијардама USD), стр. 133

Табела 5.6б. Економски актери са највећом вредношћу тржишта недоспелих (*outstanding*) обвезница капитала - удели у укупној вредности на светском нивоу, стр. 134

Табела 5.7. Међународна инвестициона позиција Кине у 2010. и 2020. години (у милијардама USD), стр. 149

Табела 5.8. Нето инвестициона позиција одабраних економија у 2010. и 2020. години (у милијардама USD), стр. 150

ГРАФИКОНИ:

- Графикон 2.1. Улога долара у међународним финансијама, стр. 45
- Графикон 2.2. Дефицит текућег рачуна САД 1980–2020. (% БДП-а), стр. 47
- Графикон 2.3. Јавни дуг САД 2001–2021. и предикција за период 2021–2025. (у % БДП-а), стр. 48
- Графикон 2.4. Стопа раста БДП-а *per capita* у САД у процентима на годишњем нивоу (2000–2020), стр. 50
- Графикон 2.5. Стопа раста БДП-а *per capita* Еврозоне у процентима на годишњем нивоу (2000–2020), стр. 59
- Графикон 3.1. Кретање удела јуана у плаћањима на глобалном нивоу (величина удела и ранг) (децембар 2017–септембар 2021), стр. 72
- Графикон 3.2. Удели валута у фактурисању међународне трговине и удели емитената тих валута у светском извозу, стр. 74
- Графикон 3.3. Удели јуана, евра и долара у глобалним плаћањима (септембар 2021), стр. 76
- Графикон 3.4. Процентуални удели валута у финансирању међународне трговине (септембар 2021), стр. 77
- Графикон 3.5. Процентуални удео долара, евра и јуана у алоцираним резервама на светском нивоу, 2000–2020., стр. 81
- Графикон 3.6. Индекс глобализације јуана (децембар 2010 – септембар 2021), стр. 83
- Графикон 4.1. Структура корпе валута СПВ, стр. 95
- Графикон 4.2. Састав корпе за обрачун СПВ пре и након укључивања јуана (процентуални удели валута), стр. 96
- Графикон 4.3. Петнаест прекограничних тржишта са највећим уделима у прекограничним активностима деноминираним у јуану (септембар 2021. године), стр. 105
- Графикон 5.1. Стопа обрта на тржишту обвезница у одабраним азијским државама (децембар 2020), стр. 132
- Графикон 5.2. Структура кинеског тржишта обвезница (деноминираних у јуану) (у милијардама USD), стр. 135
- Графикон 5.3а. Бруто екстерна позиција Кине 2005–2020., стр. 145
- Графикон 5.3б. Бруто екстерна позиција Кине 2005–2020. кроз удео у БДП-у, стр. 146

Графикон 5.4а. Бруто екстерна позиција одабраних економија у 2020. години, стр. 147

Графикон 5.4б. Бруто екстерна позиција одабраних економија за 2020. годину кроз удео у БДП-у, стр. 147

Графикон 5.5а. Јавни дуг Кине (% у БДП-у) 2010–2020., стр. 161

Графикон 5.5б. Јавни дуг одабраних држава (% у БДП-у) у 2020. години, стр. 161

Графикон 5.6. Буџетски дефицит (% у БДП-у) за одабране државе у 2019. години, стр. 162

Графикон 5.7. Кретање стопе инфлације у Кини (2000–2019), стр. 163

СЛИКЕ:

Слика 1.1 Коенова валутна пирамида, стр. 28

Слика 5.1. Девизни курс USD/CNY (новембар 2001–октобар 2021), стр. 157

СПИСАК СКРАЋЕНИЦА

16+1 – формат Сарадње Кине са државама Централне и Источне Европе (*Cooperation between China and Central and Eastern European Countries – China–CEE, China–CEEC*)

БДП – бруто домаћи производ

БДП *per capita* – бруто домаћи производ по глави становника

БДП ППП – бруто домаћи производ у паритетима куповне моћи (*GDP Power Purchasing Parity*)

БРИКС – Бразил, Русија, Индија, Кина, Јужноафричка Република (*BRICS*)

ЕУ – Европска унија

ЕУ27 – Европска унија (без Велике Британије)

ММФ – Међународни монетарни фонд

САД – Сједињене Америчке Државе

СДИ – стране директне инвестиције

СПВ – Специјална права вучења

СТО – Светска трговинска организација

УАЕ – Уједињени Арапски Емирати

УН – Уједињене нације

ХоВ – хартије од вредности

ASEAN – Асоцијација нација Југоисточне Азије (*Association of South-East Asian Nations*)

ASEAN+3 – државе чланице ASEAN-а (Брунеј, Филипини, Индонезија, Лаос, Камбоџа, Малезија, Мјанмар, Сингапур, Тајланд, Вијетнам) + Кина, Јужна Кореја и Јапан

BIS банка – Банка за међународна поравнања (*Bank for International Settlements*)

CFETS – Систем за трговину на девизном тржишту Кине (*China Foreign Exchange Trade System*)

CNY (RMB) – кинески јуан (ренминби)

CNH – ознака за кинески јуан на прекограничним девизним тржиштима

СММ – Чанг-Маи иницијатива (*Chiang-Mai Initiative Multilateralization*)

COFER – Извештај Међународног монетарног фонда о валутној структури девизних резерви на светском нивоу (*Currency Composition*)

of Official Foreign Exchange Reserves)

ДХУ – индекс долара на девизним тржиштима

EUR (€) – евро

Fannie Mae – Савезна национална хипотекарна асоцијација (*Federal National Mortgage Association*) (САД)

FED – Федералне резерве (*Federal Reserves*) (САД)

Freddie Mac – Савезна корпорација за стамбене кредите и хипотеке (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*) (САД)

g – грам

G7 – Група 7 (Велика Британија, Италија, Јапан, Канада, Немачка, Сједињене Америчке Државе, Француска)

G10 – Група 10 (Белгија, Велика Британија, Италија, Јапан, Канада, Немачка, Сједињене Америчке Државе, Француска, Холандија, Швајцарска, Шведска)

G20 – Група 20 (Аргентина, Аустралија, Бразил, Велика Британија, Индија, Индонезија, Италија, Јапан, Јужна Кореја, Јужноафричка Република, Канада, Кина, Немачка, Мексико, Русија, Саудијска Арабија, Сједињене Америчке Државе, Турска, Француска + Европска унија)

NDRC - Национална комисија за развој и реформе (*National Development and Reform Commission*) (Кина)

OECD – Организација за економску сарадњу и развој (*Organization for Economic Cooperation and Development*)

ОПЕС – Организација држава извозница нафте (*Organization of the Petroleum Exporting Countries*)

ОТС промет – ванберзански (*over-the-counter*) промет

RGI – индекс глобализације јуана (*Renminbi Globalization Index*)

SAFE – Државна администрација за девизне трансакције (*State Administration of Foreign Exchange*) (Кина)

SWIFT – Друштво за светске међубанкарске финансијске телекомуникације (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*)

USD (US долар, \$) – амерички долар

Глава 1

СВЕТСКА РЕЗЕРВНА ВАЛУТА – ПОЈАМ И КАРАКТЕРИСТИКЕ

1. СВЕТСКА РЕЗЕРВНА ВАЛУТА – ПОЈАМ И КАРАКТЕРИСТИКЕ

1.1. Појам светске резервне валуте

Глобалној економији недостаје глобална валута. Уместо тога, учесници међународних трансакција су присиљени на пословање са „државним“ валутама које емитују појединачне владе држава или групе влада у монетарној унији. Разлог за то јесте у немогућности очекивања да скоро двеста суверених држава постигну кредибилни договор о креирању и управљању јединственом глобалном валутом. Много реалније од тога је очекивати да ће свет наставити у будућности, као што је то било и у прошлости, да се ослања на ограничен избор националних валута које би имале виталне међународне улоге.¹

Најједноставније речено, међународна, тј. светска валута је она која се користи ван властите државе, односно државе емитента те валуте. Што је већа њена употреба, то више заслужује епитет светске валуте.² Три основне функције светске валуте су: *разменска* (средство олакшавања трансакција, тј. за плаћање роба и услуга), *обрачунска* (јединица мере вредности добара и услуга) и функција *чуvara вредности* (средство уштеде).³ Економисти данас генерално посматрају одвојеним улоге међународне валуте на приватном и на званичном нивоу. На приватном нивоу међународна валута се користи за девизно трговање (разменска функција), фактурисање трговине и поравнање (обрачунска функција) и употребљава се на финансијским тржиштима (функција чуvara вредности). На званичном нивоу истиче се улога овакве валуте за фиксирање девизних курсева других валута (обрачунска јединица), а користи се и као интервентна валута (медиј размене) или резерва валута (чувар вредности).⁴ Преглед функција светске валуте дат је у Табели 1.1.

1 Benjamin J. Cohen, *Currency Power - Understanding Monetary Rivalry*, Princeton University Press, 2015, p. 1.

2 Arvind Subramanian, *Eclipse - Living in the Shadow of China's Economic Dominance*, Institute of International Economics, 2011, p. 53.

3 Aleksandar Milošević i Dragan Živojinović, „Mi u dolar (ne) verujemo – posledice smanjenja globalne uloge dolara po ukupnu moć Sjedinjenih američkih država“, *Godišnjak Fakulteta političkih i a*, 2013, vol. 7, br. 9, str. 82.

4 Benjamin J. Cohen, *Currency Power - Understanding Monetary Rivalry*, op. cit., p. 9.

Табела 1.1. Функције светске валуте

Ниво анализе	Функције светске валуте		
	Разменска функција	Обрачунска функција	Функција очувања вредности
Приватни	Девизна плаћања	Фактурисање и поравнање трговине	Инвестирање
Званични	Интервенције на валутном тржишту	Валута сидра	Резервна валута

Извор: Benjamin J. Cohen, *Currency Power - Understanding Monetary Rivalry*, Princeton University Press, 2015, p. 9.

Што се тиче конкретно статуса светске резервне валуте, у најкраћем, да би валута неке државе имала тај статус, потребно је да функције које обавља на домаћем тржишту (разменска, обрачунска и функција очувања вредности), та валута може обављати и на светском нивоу, као међународни новац. Доказ да једна валута има овај статус лежи у чињеници да инострани субјекти (првенствено централне банке) желе да држе своје девизне резерве у тој валути, али и да се дотична валута користи у међународним финансијским трансакцијама.⁵

Питање светских резервних валута периодично је окупирано економисте широм света, а нарочито се ово питање актуелизовало у два наврата: прво, претњом у губитак поверења у долар као светску резервну валуту током 1960-их и 1970-их година, а затим и с почетком 21. века, када се почињу појављивати озбиљнији конкуренти долару (попут евра, уведеног као званична валута у државама Еврозоне 1998, а „пуштеног у оптицај“ 2002. године). Чини се да је у другој деценији 21. века ово питање ипак значајније него пре, имајући у виду слабости међународног монетарног система, међународног монетарног система у ком статус доминантне светске резервне валуте има управо долар, а које су „испливале на површину“ са глобалном финансијском кризом из 2008. године.

Питање светских резервних валута најближе је повезано са питањем девизних резерви држава. Наиме, на међународне токове капитала утичу и претње дестабилизујућих кретања у циљаним

⁵ Radovan Kovačević, „Dolar kao svetska rezervna valuta – izazovi i perspektive“, *Bankarstvo*, 2014, br. 6, Udruženje banaka Srbije, str. 20.

државама инвестирања. Ти токови „вршег новца“ веома су променљиви, а инвестирани новац се повлачи из државе улагања на први знак поремећаја. Дobar пример оваквих кретања је Азијска финансијска криза из 1997. године. Као начин за превазилажење последица променљивих и изненадних токова капитала, државе су приступиле повећању својих девизних резерви. Постоје опречни закључци студија о ефектима повећања девизних резерви на ублажавање ефеката глобалне финансијске кризе. И поред тога, чини се да је општеприхваћен став да, иако токови капитала у држави у коју се инвестира могу повећати штедњу и инвестиције, услед великог дефицита текућег рачуна последице кризе могу бити разорније због могућег наглог бекства капитала. Управо зато, макроекономске политике креирају се с циљем усмеравања токова капитала, а једна од таквих мера макроекономске политике јесте и увећање девизних резерви.⁶ На следећој табели биће приказана вредност девизних резерви на светском нивоу за 2000. и 2020. годину, као и валутна структура алоцираних резерви (девизних резерви са познатом валутном структуром):

Табела 1.2. Вредност девизних резерви на светском нивоу и удео валута у алоцираним резервама

Укупне резерве (у милијардама \$)	Алоциране резерве (у милијардама \$)	Валутна структура алоцираних резерви (у проценти)						
		US долар	Евро	Јен	Фунта стерлинга	Јуан	Швајцарски франак	Остале валуте
2000.								
1.936	1.518 (70.8%)	71,13	18,29	6,06	2,75	/	0,17	1,6
2020.								
12.701	11.871 (93.5%)	59,02	21,24	6,03	4,69	2,25	0,17	6,63

Извор: International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*. Доступно на: <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4&slId=1408243036575>, Приступљено: 10.11.2021.

6 Исто, стр. 23.

Будући да су подаци о девизним резервама по појединачним државама поверљиви, при ММФ-у доступне су базе података за девизне резерве на светском нивоу, као и по регионима: 1. развијених земаља, и 2. земаља у развоју и земаља са тржиштем у настајању. Како подаци о девизним резервама по наведеним регионима нису доступни након другог квартала 2015. године, аутор нуди приказ вредности девизних резерви и структуре алоцираних резерви на светском нивоу, за одабране године (последњи квартал 2000 – последњи квартал 2020). О променама удела појединачних валута у укупној вредности девизних резерви на светском нивоу биће више речи у наставку. Оно што је индикативно уочити јесте енорман раст вредности девизних резерви на светском нивоу у протекле две деценије, са 1.936 милијарди USD на 12.701 милијарди USD. Ово потврђује да су државе у циљу превенције и санирања последица шокова насталих услед криза приступиле увећању својих девизних резерви које могу умањити последице изненадног бекства капитала. Такође, важно је истакнути да највећи процентуални удео девизних резерви свих држава света отпада на валуте које имају статус светских резервних валута. Питањима какву корист држава емитент одређене валуте има од чињенице да њена валута у значајнијем процентуалном уделу учествује у девизним резервама других држава, као и каква су ограничења тог статуса, посвећено је поглавље 1.3.

С друге стране, иако је највећи део истраживања која се баве претпоставкама статуса светске резервне валуте фокусиран на удео одређене валуте у девизним резервама држава, важно је напоменути да тај статус светске резервне валуте одражава не само званичне, државне употребе одређене валуте, већ и употребу одређене валуте у приватном сектору и у финансијским трансакцијама. Примера ради, између 1860. и 1914. године, готово 60% светске трговине било је деноминирано у фунтама стерлинга, иако је удео Велике Британије у светској трговини износио 30%. У периоду потпуно доминантне позиције долара, 45% међународних дужничких хартија од вредности деноминирано је у доларима (2008), долар је коришћен у 86% девизних трансакција (2007), а 66 држава користило је долар као валуту сидра (2008). За многе државе 70–80% трговине деноминирано је у доларима. Другим речима, оправдано се може тврдити да активности приватног сектора представљају дубоку одредницу статуса светске резервне валуте.⁷ Додатно, што се одређена валута више употребљава у приватним трансакцијама

⁷ Arvind Subramanian, *Eclipse - Living in the Shadow of China's Economic Dominance*, op. cit, pp. 53–54.

на међународном нивоу, то може повећати употребу те валуте и од стране монетарних власти иностраних држава, као резервне валуте, за интервенцију на девизним тржиштима, као валуте сидра, итд.⁸

1.2. Услови које валута једне државе треба да испуњава да би имала статус светске резервне валуте

Зашто мали број валута може да се сматра светском резервном валутом? У најкраћем, у оквиру својих граница, свака држава има право да наметне употребу одређене валуте јер ужива монопол над креирањем и употребом новца. На међународном нивоу, државе немају моћ принуде у циљу употребе њихове валуте. Да би валута одређене државе била широко употребљавана као светска резервна валута, потребно је да буде *конкурентнија* од других. Шта одређује конкурентност одређене валуте, односно спремност да се та валута користи у девизним резервама и приватним трансакцијама нерезидената?

Да би стекла поверење учесника у међународним трансакцијама, валута треба да испуњава неколико услова: величину привреде и раст и продуктивност привреде земље емитента, обима и дубине њеног финансијског тржишта, финансијску стабилност и кредибилност њене монетарне политике, али и факторе инерције.⁹ Бенџамин Коен (*Benjamin J. Cohen*) идентификује 3 врсте фактора који утичу на међународни статус одређене валуте. Први је широко распрострањено поверење у будућу вредност валуте, подржано политичком стабилношћу у земљи порекла. Без таквог поверења, немогуће је замислити да се учесници пословног промета добровољно одлучују да задрже одређену валуту. Други је увереност у „разменске могућности“ и „сигурност капитала“ – тј. у високу стабилност трансакцијске ликвидности и разумну стабилност вредности валуте, а кључ за оба је постојање добро развијених финансијских тржишта земље емитента која су отворена за нерезиденте. Та финансијска тржишта морају задовољити три услова: дубину, ширину и еластичност. Дубина финансијског тржишта подразумева способност тржишта да омогући велики проток новца, без значајнијег утицаја на појединачне цене добара на тржишту. Ширина финансијског тржишта подразумева способност тржишта да диспропорције

8 Benjamin J. Cohen, *Currency Power - Understanding Monetary Rivalry*, op. cit., p. 10.

9 Sirkka Hamalainen, *The role of the euro in global capital markets*, ECB speeches, 30 May 2002; Lucas Papademos, *The international role of the euro: trends, determinants and prospects*, ECB speeches, 15 May 2008, према: Миленко Целетовић и Љубомир Шубара, *Евро и монетарна интеграција Европе*, Институт за међународну политику и привреду, Београд, 2017, стр. 347.

између цене диктиране понудом и цене диктиране тражњом учини што мањим, док се еластичност (отпорност) односи на способност тржишних цена да се релативно брзо врате у равнотежне токове након већих промена на страни понуде или тражње. Такође, секундарна финансијска тржишта морају бити потпуно оперативна за већину финансијских потраживања. Коначни фактор је валута која обећава приступ широкој трансакцијској мрежи, што зависи од степена интегрисаности једне државе у светске трговинске токове и величине привреде у апсолутном смислу. Овај коначни фактор је најважнији, јер је то оно што је издвајало Сједињене Државе и Еврозону од алтернативних резервних валута.¹⁰

Један од најзначајнијих светских економиста Пол Кругман (*Paul Krugman*) истиче две важне претпоставке светске резервне валуте као првобитне факторе који утичу на њену такву позицију. Прва претпоставка је да ће валута земље која је важна на светским тржиштима бити бољи кандидат за међународни новац него валута земље мањег значаја. Друго, употреба валуте као међународног новца само по себи појачава корисност те валуте, тако да постоји елемент кружне узрочности.¹¹ Та кружна узрочност јавља се као последица два међусобно повезана фактора који такође утичу на перспективе одређене валуте да стекне статус међународног новца – фактор инерције и успостављена позиција валуте на светским тржиштима (тзв. *incumbency*).

У теоријско-епистемолошком смислу, да би употреба одређене валуте временом постала општеприхваћена, односно постала обичајно правило и својеврстан институт у међународним економским односима, потребно је задовољити не само иницијалне услове у периоду настанка таквог института, већ су, као што теорија историјског институционализма то истиче, за успостављање институције и њену улогу битни и сви они догађаји, односно референтне тачке, које утичу на промену и својеврсно „укорењивање“ те институције. Овај концепт у иностраној литератури означен је као *path dependence*.¹² Наиме, позиција валуте на тржишту (*incumbency*)

10 Cohen (2004, 10–11), према: John Williamson, *The Dollar and US Power*, paper presented at the conference “Currencies of Power and the Power of Currencies”, Bahrain, September 29 – October 2, 2012, pp. 2–3, и: Benjamin J. Cohen, *Currency Power - Understanding Monetary Rivalry*, op. cit., p. 10.

11 Paul Krugman, “The International Role of the Dollar: Theory and Prospect”, in: *Exchange Rate Theory and Practice*, John F. O. Bilson and Richard C. Marston (eds.), University of Chicago Press, 1984, p. 274.

12 О претпоставкама теорије историјског институционализма више видети: Андреа Матијевић, „Историјски институционализам – потенцијал објашњења узрока кризе хипотекарног дуга из 2007. године у Сједињеним Америчким Државама“, *Култура полиса*,

у великој мери одређена је чињеницом да су тржишни учесници и владе држава већ „заробљени“ одређеним обрасцима понашања који диктирају и утичу на извесност трајног понашања у складу са тим обрасцима. На тај начин, валуте које већ уживају статус светске резервне валуте имају компаративну предност у односу на нове валуте на тржишту које претендују на тај статус. Положај одређује велику предност у политици и међународним финансијама: примера ради, услед чињенице да већина држава највећи део својих трансакција обавља у доларима, практично постаје немогуће било којој појединачној држави да не употребљава долар као део својих резерви и за исплату својих потраживања, што додатно повећава употребу долара и утврђује његов статус.¹³

Поред уобичајених образаца понашања због којих актери на тржишту поступају предвидљиво и на тај начин јачају позиције валута које су већ стекле статус светске резервне валуте, одступању од таквих валута препреку намећу и фактори економске природе: релативно високи трошкови преласка са једне на другу валуту. Ова чињеница идентификована је као фактор инерције: актери на тржишту се неће излагати ризику и трошковима прилагођавања финансијских пракси новој валути само зато што та валута испуњава квалитете светске резервне валуте. Да би одступили од својих уобичајених образаца понашања, потребно је да валута понуди додатне предности у односу на валуту која се до тада употребљавала, како би се доношење одлуке о преласку на нову валуту јавило као рационално и исплативо решење.¹⁴

Под утицајем фактора инерције и фактора већ реализованог статуса и положаја резервних валута на могућности нових валута да стекну тај статус, поједини аутори, попут Авинаш Персауда (*Avinash Persaud*) сматрају да у сваком тренутку у финансијском свету постоји само једна доминантна валута и да се на валутним тржиштима „плен не дели“, већ иде само победнику.¹⁵ Други аутори заузимају мање радикалан став, али и међу њима има оних који сматрају да је хијерархија валута тешко променљива. Примера ради, Сузан Стрејнц (*Susan Strange*) нуди прву систематичну таксономију валута коју означава као *валутну пирамиду*. Према Стрејнцовој, постоје четири типа валута:

бр. 43, година XVII, 2020, стр. 56.

13 Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege - The Rise and Fall of the Dollar*, Oxford University Press, 2011, p. 14.

14 Исто.

15 Avinash Persaud, “When Currency Fall”, Gresham College, London, 2004. Доступно на: <http://www.gresham.ac.uk/lectures-and-events/when-currency-empires-fall>, Приступљено: 10.11.2021.

1. Неутрална валута (*neutral currency*), чија је употреба заснована на чисто економским разлозима, попут поверења у вредност валуте, широке трансакционе мреже и њених екстерналија, итсл;

2. Врховна валута (*top currency*), која поред услова које задовољава и неутрална валута, иза себе има и државу емитента која ужива доминацију на међународном нивоу у домену емисије новца;

3. „Господарева“ валута (*master currency*), чији статус проистиче из односа подређености одређеној држави, нпр. у случају постојања колонијалних веза између колоније и освајача, и заснива се на односима принуде, и

4. Уговорена валута (*negotiated currency*), која свој статус заснива на дипломатским преговорима и неформалним споразумима о иностраној употреби.¹⁶

Коен иде и корак даље, нудећи пирамиду валута чијих су седам ступњева у хијерархијским односима надређености и подређености, приказаних на следећој слици:

Слика 1.1. Коенова валутна пирамида



Извор: Benjamin J. Cohen, *Currency Power - Understanding Monetary Rivalry*, Princeton University Press, 2015, p. 16.

16 Видети: Susan Strange, “The Politics of International Currencies”, *World Politics* 23:2 (January), 1971, pp. 215–231.

Под врховном валутом (*top currency*) Коен подразумева валуту која ужива прекограничну употребу свих врста и универзалну популарност, невезану за одређени географски регион, сматрајући да је овај статус имала британска фунта стерлинга после Првог светског рата, и US долар након Другог светског рата. Патрицијском валутом (*patrician currency*) у његовој категоризацији сматра се валута која ужива прекограничну употребу у различитим, али не свим аспектима као што је то случај са врховном валутом, и чија је популарност у употреби свакако велика, али не и универзална. По Коену, у ову групу спадају евро и јапански јен, а истиче да и јуан има потенцијал да стекне овај статус. Категорија елитне валуте (*elite currency*) обухвата валуте довољно атрактивне да се квалификују за неки степен међународне употребе, али недовољно да остваре директнији утицај изван својих националних граница, и овде по њему спадају фунта стерлинга, швајцарски франак, канадски и аустралијски долар. Плебејском валутом (*plebeian currency*) сматрају се валуте ограничене међународне употребе, валуте мањих индустријских земаља (Шведске, Норвешке), земаља средњег дохотка са тржиштем у настајању (Сингапура, Тајвана, Јужне Кореје) и богатијих извозница нафте (Кувајта, Уједињених Арапских Емирата, Саудијске Арабије). Категорија „прожимајућих“ валута (*permeated currency*) идентификује валуте чија је конкурентност угрожена чак и у оквиру националних граница, тако да се у оквиру тих држава у оптицају налази тзв. паралелна валута, као алтернатива коју резиденти преферирају у односу на националну валуту. Паралелна валута нарочито потискује домаћу валуту као средство очувања вредности. „Прожимајуће“ валуте сусрећу се често у земљама у развоју, нарочито у региону Јужне Америке и Југоисточне Азије. Квази – валуте (*quasi – currency*) потиснуте су на домаћем тржишту не само као средство очувања вредности, већ и као обрачунско средство и медиј размене. Те валуте уживају номиналну сувереност, али су у великој мери одбачене у пракси. Сусрећу се у државама које се могу окарактерисати као нестабилне економије. На дну пирамиде налазе се псеудо – валуте (*pseud – currency*), које имају статус симболичних валута. Типичан пример је панамска балбоа. У Панами и другим државама које емитују валуте оваквог статуса, валуте попут америчког долара се сматрају не само пожељним, већ и законски одобреним средством плаћања.¹⁷

Иако су овакве типологије корисне за разумевање динамике тржишта светских резервних валута и валута које претендују на тај

17 Benjamin J. Cohen, *Currency Power - Understanding Monetary Rivalry*, op. cit., pp. 16–19.

статус, чини се да оваква готово детерминистичка виђења искључују битан моменат: свака од предности одређене валуте подложна је умањењу под утицајем протока времена. Примера ради, будући да је међународни економски систем до Првог светског рата био устројен у складу са интересима тада водећих трговинских нација (Велике Британије, Немачке, Јапана, САД), фунта стерлинга је била носећа валута међународног монетарног система, али су се и француски франак и немачка марка употребљавале у девизним резервама и у међународним трговинским трансакцијама, због запажене регионалне употребе ових валута.¹⁸ Овакве тврдње нису ни у складу са изгледом међународног економског система између два светска рата. Према Ајхенгрину (*Barry Eichengreen*), уз извесну надмоћ фунте, функцију глобалне резервне валуте у овом периоду делили су фунта стерлинга, амерички долар и француски франак.¹⁹ Истина, Коен признаје да је изглед међународног економског система пре Првог светског рата и између два рата, па и након Другог светског рата другачији од оног који постоји данас. С друге стране, он истиче да данас амерички долар ужива неумањену глобалну надмоћност и да ће тако остати у годинама које следе. Међутим, као што је историја до сада неколико пута показала, ниједна валута није уживала вечну доминацију у међународној употреби.

1.3. Предности и недостаци статуса светске резервне валуте

„Велике силе имају утицајне валуте.“
Роберт Мандел (*Robert Mundell*)

Какве користи и трошкове сноси држава која емитује валуту са статусом светске резервне валуте? У литератури, како економској тако и политиколошкој, могу се пронаћи различити одговори на ово питање и варијације у листама потенцијалних предности и недостатака на које фокус стављају различити аутори. Овде ће бити понуђен кумулативан приказ најчешће идентификованих предности и недостатака статуса светске резервне валуте по државу емитента.

Као најчешће идентификоване предности статуса светске резервне валуте издвајају се:

¹⁸ Aleksandar Milošević i Dragan Živojinović, „Mi u dolar (ne) verujemo – posledice smanjenja globalne uloge dolara po ukupnu moć Sjedinjenih američkih država“, op.cit., str. 84.

¹⁹ Barry Eichengreen, “Sterling’s Past, Dollar’s Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition”, Paper 11336, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA., 2005.

- Погодности за резиденте државе емитента валуте у облику смањења трансакционих трошкова – ова предност налик је психолошкој предности коју ужива резидент државе у којој се као званичан језик употребљава енглески језик при пословању међународног карактера. Резиденти држава које не емитују валуту широке употребе на међународном нивоу у пословима међународног промета сваки износ који је деноминираан у некој иностраној валути која има статус светске резервне валуте (будући да су трансакције на међународном нивоу најчешће и деноминираане у валутама оваквог статуса) морају конвертовати у сопствену валуту, како би стекли праву слику о вредностима тих трансакција. С друге стране, широка међународна употреба долара представља олакшавајућу околност за америчке резиденте који услуге широм света могу платити у доларима. Амерички извозници примају уплате у истој валути коју користе за плаћање свих трошкова производње, дакле исплату својих добављача, радника, као и за исплату профита власницима. Америчке банке одобравају кредите иностраним резидентима и примају депозите у доларима. Овакве олакшавајуће околности не уживају резиденти, фирме и банке других држава света. Немачка фирма извозница када извози у нпр. азијске земље најчешће прима уплате у доларима и сноси трошкове конвертовања долара у евре како би исплатила своје раднике и добављаче. Швајцарска банка, која прима депозите у швајцарским францима а одобрава кредите иностраним резидентима у доларима сноси ризик умањеног профита услед евентуалних флукуација девизног курса.²⁰
- Сењоража (*seigniorage*) представља разлику између трошкова државе емитента светске резервне валуте при штампи једне банкноте дате валуте и износа који страни држављанин треба да плати за набавку те банкноте. Назив је добила по праву средњовековног господара сењора (*seignior*) да прави новац и задржи за себе нешто од племенитог метала од којег се новац правио.²¹ У најкраћем, сењоража представља неку врсту пореза који инострани резидент мора платити уколико жели да у свом поседу има валуту којом може вршити исплату трансакција на међународном нивоу.
- Хегемонија у креирању макроекономске политике,

20 Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege - The Rise and Fall of the Dollar*, op. cit., p. 3.

21 Исто, p. 4.

односно макроекономска флексибилност – прекогранична употреба неке валуте може ублажити спољна ограничења платних неравнотежа, повећавајући аутономију у креирању макроекономске политике. Другим речима, дисциплина на спољним тржиштима се умањује будући да је носиоцима власти лакше да остваре своје политичке циљеве и у земљи и у иностранству што је већа њихова способност да инострану робу и услуге плаћају у валути које та држава емитује.²²

Овим предностима економске природе поједини аутори попут Канцонерија (*Matthew B. Canzoneri*) и осталих сматрају да је потребно додати и чињеница да дестабилизирајући шокови који потичу из земље кључне валуте имају већи ефекат на друге земље него обрнуто.²³

Предностима економског типа додатно се додају и предности политичког карактера. Оне настају као последице леверица које држава емитент може имати због тога што се друге државе ослањају на њену валуту ради плаћања у пословима међународног промета. Коришћење статуса своје валуте као средства за постизање политичких циљева, применом тзв. стратегија штапа и шаргарепе Киршнер (*Jonathan Kirshner*) објашњава на следећи начин: државе емитенти кључних резервних валута могу пријатељским државама одобрити зајмове или привилеговани приступ својој валути услед новчаних или финансијских криза; обратно, супарничким државама овакав приступ може бити ускраћен уколико дође до раста политичких тензија.²⁴ Кроз историју су забележени примери моћи и утицаја проистеклих из могућности једне државе да обезбеди ликвидност другима, нарочито у периоду криза. Губитак статуса кључне резервне валуте фунте стерлинга поклопио се са губитком британске политичке и војне моћи. Успостављање америчке моћи у пред-Кастровој Куби у којој се услед кризе 1920-их банке САД појављују као зајмодавац у последњој инстанци (*lender of last resort*) због чињенице да је кубански монетарни систем у прве две деценије 20. века постао изражено доларизован пример је политичког утицаја који је успостављен у другим државама захваљујући статусу домаће валуте.²⁵

22 Benjamin J. Cohen, *Currency Power - Understanding Monetary Rivalry*, op. cit., p. 22.

23 Matthew Canzoneri, Robert Cumby, Behzad Diba and David López-Salido, "Key Currency Status: an Exorbitant Privilege and an Extraordinary Risk", *Journal of International Money and Finance*, Volume 37, October 2013, p. 31.

24 Више видети: Johnatan Kirshner, *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*, Princeton University Press. 1995.

25 Arvind Subramanian, *Eclipse - Living in the Shadow of China's Economic Dominance*, op.

С друге стране, да би се могла изнети свеукупна оцена последица статуса светске резервне валуте, потребно је изнети и негативне стране са којима се суочавају државе емитенти валута са таквим статусом. Привилегија улоге валуте неке државе као светске резервне валуте има одређену цену која се огледа кроз различите врсте терета које сноси држава емитент. Као и у случају предности, мишљења аутора се разликују и по питању недостатака, односно, аутори се разликују у погледу степена значаја којег придају негативним последицама статуса светске резервне валуте – неке последице сматрају одсудније важним од других. И поред тога, чини се да се за сврхе ове анализе могу апстраховати неки фактори који се најчешће наводе као недостаци статуса светске резервне валуте:

- Апресијација девизног курса валуте – друга страна сењораже као предности емитовања валуте која ужива међународни значај огледа се у чињеници да посматрање валуте на било који начин посебном чини ту валуту привлачном за поседовање, повећавајући тражњу за њом, што узрокује апресијацију валуте и чини извознике из земље емитента дате валуте мање конкурентним на светским тржиштима. Статус резервне валуте захтева отвореност за токове капитала и елиминацију домаће финансијске репресије. Једноставно речено, уколико нека валута претендује да постане светска, нарочито резервна валута, она мора бити доступна за странце, посебно за куповину имовине у земљи емитенту валуте. Када странци купују имовину у тој земљи, то повећава прилив капитала, валута „јача“ и извоз постаје мање конкурентан. Управо због тога се за случај САД наводи да су, иако уживају предности због долара који има статус светске резервне валуте, последично настали дефицити текућег рачуна креирали „уже о које се САД могу обесити“.²⁶ Такве оцене износе се зато што се на директном удару апресијације девизног курса валуте налази не само инострана продаја, већ и стопа незапослености. У 2009. години јавиле су се процене да, уколико долар апресира по стопи од 5%, нето финансијски трошкови, односно губици због смањене извозне конкурентности, на годишњем нивоу расту за готово 30 милијарди USD.²⁷ Такође, процењује се да

cit., p. 36. i p. 55.

26 Исто, p. 56

27 Више видети: Richard Dobbs, David Skilling, Wayne Hu, Susan Lund, James Manyika, and Charles Roxburgh, *An Exorbitant Privilege? Implications of Reserve Currencies for Competitiveness*, McKinsey Global Institute, Washington, DC, 2009.

услед ап्रेसијације долара на годишњем нивоу долази до нето губитка од 6 милиона радних места.²⁸

Иако се у апсолутном смислу овакви недостаци чине као велики, не сме се заборавити да, ако посматрамо релативно, такви закључци могу бити ревидирани. Другим речима, овако велики недостатак умањен је чињеницом да, иако ап्रेसијација валуте утиче на дефицит текућег рачуна и креирање платнобилансне неравнотеже, услед статуса светске резервне валуте држава емитент може по олакшаним условима финансирати такве дефиците. Најочигледније се то види на примеру САД. Друге државе не поседују само доларске банкноте као део својих резерви, већ и депозите при банкама и ХоВ деноминирани у доларима. Иностране централне банке полажу власништво на обвезнице које емитују Министарство финансија САД (*US Department of treasury*) и квази-државне агенције (агенције које субвенционира држава, попут агенција *Freddie Mae* и *Fannie Mac*²⁹), чија вредност из године у годину расте и достиже вредност од неколико билиона US долара. Због широког поверења у долар, растућа тражња за овим депозитима и ХоВ утиче на то да су инострани резиденти спремни да плате све више да би ову активу поседовали као део свог портфолија. Последишно, спремни су да прихвате ниже каматне стопе од стране њиховог емитента – монетарних власти САД, односно да генеришу ниже стопе приноса. Ово креира субстанцијални ефекат: каматна стопа коју САД плаћа на иностране обавезе су за 2 до 3 процентуална поена нижа од стопе приноса које остварује на иностране инвестиције. Тиме се омогућава да САД финансирају своје текуће дефиците у износу ове разлике, увозећи више него што извозе и трошећи више него што производе, без раста екстерне задужености.³⁰

28 Више видети: Kenneth Austin, "Systemic Equilibrium in a Bretton Woods II – Type International Monetary System: The Special Roles of Reserve Issuers and Reserve Accumulators", *Journal of Post Keynesian Economics* 36:4 (Summer), 2014, pp. 607–633. Ап्रेसијацијом долара која је настала као последица потврде међународне позиције долара након глобалне финансијске кризе делом се може објаснити и друга највиша вредност стопе незапослености у САД у периоду од 1970-их наовамо која је износила 9.8% 2010. године (највиша вредност у посматраном периоду износила је 10.4% 1983. године). Према: Андреа Матијевић, „Економска неједнакост као фактор ограничења економског раста Сједињених Америчких Држава“, *Политичка ревија* 66 (4), 2020. стр. 113.

29 О улози *Fannie Mae* и *Freddie Mac*-а у финансијском систему САД више видети: Andrea Matijević, „Politički uzroci krize hipotekarnog duga iz 2007. godine u Sjedinjenim Američkim Državama“, Master rad, Fakultet političkih nauka Univerziteta u Beogradu, 2019.

30 Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege - The Rise and Fall of the Dollar*, op.cit, p. 4.

- Спољна ограничења и терет одговорности за макроекономске политике – иако се као предност статуса светске резервне валуте наводи постојање макроекономске хегемоније, односно флексибилности, таква флексибилност може бити компромитована. Често се могу јавити волатилна кретања ка или од валуте, што агрегатну тражњу за валутом чини нестабилном. Креатори макроекономских политика тада се суочавају са тешкоћама при дефинисању циљаних каматних стопа и одговарајућих стопа раста понуде новца. Такође, може се догодити да макроекономска политика постане објекат спољашњих ограничења, нарочито уколико се јаве сумње у будућу вредност валуте. Тада се, да би се инострани актери убедили да своје трансакције и даље деноминирају у датој валути, често морају жртвовати неки домаћи приоритети, тј. макроекономски циљеви.³¹ Поред свега овога, монетарне власти у земљи водеће међународне валуте морају узети у обзир ефекте деловања њихове политике на светским тржиштима, уместо да буду слободни усмерити монетарну политику искључиво на остваривање домаћих циљева. На ово заправо реферише Тимоти Гајтнер (*Timothy Geitner*), председник Савезне банке Њујорка (*Federal Reserve Bank of New York*) у периоду глобалне финансијске кризе, када говори о *претераним дужностима (exorbitant duty)* као „другој страни медаље“ немали број пута истакнутих *претераних привилегија (exorbitant privilege)* САД које стичу због статуса долара³² (о чему ће више речи бити у глави 2);
- „Ахилова пета“: ризик од изненадне продаје ХоВ деноминираних у домаћој валути – овај ризик је нарочито значајан јер има последице по богатство домаћинстава у држави емитенту међународне валуте. Ниједан од могућих одговора на овакву продају ХоВ (откуп датих ХоВ од стране Министарства финансија (*Department of Treasury*) или домаће централне банке, постојање фиксног девизног курса...) чини се да не умањује ове негативне финансијске ефекте по домаће становништво.³³ Ово креира рањивост, односно зависност од активности иностраних субјеката који у свом власништву

31 Benjamin J. Cohen, *Currency Power - Understanding Monetary Rivalry*, op. cit., p. 24.

32 Према: Pierre-Olivier Gourinchas, Hélène Rey, and Nicolas Govillot, “Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty”, Discussion Paper 10- E-20, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Tokyo, 2010.

33 Matthew Canzoneri, Robert Cumby, Behzad Diba and David López-Salido, “Key Currency Status: an Exorbitant Privilege and an Extraordinary Risk”, op.cit, p. 36.

имају активу деноминирану у домаћој валути. Илустративан је пример Кине која користи своје власништво над обвезницама америчког дуга као спољнополитичко средство у односима са САД. Други пример тиче се држава тзв. „стерлиншког блока“ које су након Другог светског рата компликовале макроекономски менаџмент Велике Британије. Малезија је 1960-их година у свом поседу држала 14% обавеза Велике Британије према државама стерлиншког блока, што је искористила као средство у својој политичкој агенди. Претећи продајом ове активе која би довела до дестабилизујућег напада на фунту стерлинга, Малезија је успешно одвратила британске притиске за креирањем монетарне интеграције између ове државе и Сингапура. С друге стране, овакав ризик може бити умањен захваљујући чињеници да сењоража обезбеђује предности у „лошим временима“, кроз умањење последица финансијских криза. Поседовање валуте међународног статуса може умањити трошкове који се јављају као последица неприлагођених каматних стопа и већи приступ тржишту капитала него што би то иначе био случај у финансијској кризи. Овим се омогућава смањење ризика од наглог пада вредности валуте и с тим повезаних дислокација вредности које се обично јављају као последице финансијске кризе.³⁴

На основу прегледа главних предности и недостатака статуса светске резервне валуте, чини се да се може оправдано закључити да, иако се неке од последица оваквог статуса не могу квантификовати на поуздан начин, и поред неких озбиљних негативних последица државе емитенти светских резервних валута уживају значајну корист од чињенице да њихова валута има значајну међународну улогу, корист која надомешћује недостатке овог статуса. Да би аргументација оваквог закључка била потпуна, у наредној глави аутор се бави валутом која је према бројним виђењима окарактерисана као валута чија је улога у светским финансијским токовима већа него улога иједне валуте у историји.

34 Arvind Subramanian, *Eclipse - Living in the Shadow of China's Economic Dominance*, op. cit, pp. 55–56.

Глава 2

ДОЛАР КАО СВЕТСКА РЕЗЕРВНА ВАЛУТА

2. ДОЛАР КАО СВЕТСКА РЕЗЕРВНА ВАЛУТА

2.1. Савремене функције долара

Статус доминантне светске резервне валуте који долар ужива деценијама уназад може се објаснити централном улогом долара у савременом међународном монетарном систему.³⁵ Да би се добио одговор када и на који начин је долар стекао овај статус, потребно је анализирати еволуцију међународног монетарног система и улоге долара у истом.

Иако већина аутора истиче период након Другог светског рата као круцијалан за данашњи статус долара, поједини аутори попут Ајхенгринa (*Barry Eichengreen*) и Субраманиана (*Arvind Subramanian*) наводе да је заправо у међуратном периоду постављена основа данашњег статуса. Према Ајхенгрину, долар је до 1914. имао занемарљиве уделе у деноминирању међународне трговине и у међународним плаћањима, али је у временском интервалу од 10 година, између 1914. и 1924. године, долар претекао до тада доминантну фунту стерлинга у фактурисању и финансирању трговине, деноминирању међународних обвезница и уделима у глобалним девизним резервама.³⁶ Субраманиан наводи да је тражња за доларима постала већа од тражње за фунтама стерлинга чак и на међународном тржишту приватних актера.³⁷

Разлог зашто се у већини извора период након Другог светског рата наводи као кључан јесте зато што је тада долар добио и званичну потврду своје растуће улоге – изградњом Бретонвудског система долар постаје носећа валута међународног монетарног система. Ово је било логична последица следећих чињеница:

- Перформанси америчке економије у ратном периоду (раст националног друштвеног производа за 2.5 пута; раст удела у светској индустријској производњи са 42% у 1938. години на 62% 1947. године; раст удела у укупном извозу

35 Међународни монетарни систем (тј. међународни монетарни режим или поредак) се може схватити као систем који обухвата све главне карактеристике монетарних односа преко националних граница – процесе и институције финансијског посредовања (мобилизација штедње и алокација кредита), као и креирање и управљање новцем. Према: Benjamin J. Cohen, "The International Monetary System: Diffusion and Ambiguity", *International Affairs* 84:3 (2008), p. 456.

36 Barry Eichengreen, "The renminbi as an international currency", *Journal of Policy Modeling* 33 (2011), p. 724.

37 Arvind Subramanian, *Eclipse - Living in the Shadow of China's Economic Dominance*, op. cit., p. 108.

капиталистичких држава са 14% на 32.5%; раст броја запослених са 47 милиона 1939. на 60 милиона 1948. године);

- Долар је био једина валута којом се тада могло слободно трговати на глобалном нивоу;
- САД су имале готово двотрећински удео златних резерви у укупним светским резервама злата.³⁸

Последња чињеница је нарочито битна ако се има у виду да је једна од основних одлика Бретонвудског система била искључива конвертибилност долара за злато у фиксном износу 35 USD за једну унцу злата.³⁹ То је довело до раста удела долара у девизним резервама држава, будући да је злато било ограничен ресурс.

Фиксирање долара за злато, а затим и вредности валута у односу на долар једно је од основних начела уређења новог међународног монетарног система. Државе чланице Међународног монетарног фонда, као нове финансијске институције креиране у Бретон Вудсу, поучене међуратним искуством негативних последица „експеримената“ са девизним курсевима, определиле су се за фиксирање девизног курса својих валута у циљу смањивања ризика волатилности девизних курсева који постоје у флексибилном режиму.

Конвертибилност долара за злато креирала је повећану тражњу за доларима, услед чега долази до тзв. *несташнице долара* (*dollar shortage*) која је осујећивала функционисање система. Да би се решио овај проблем, у оквиру Плана послератне обнове Европе (Маршалов план) из 1948. године дошло је до „извоза долара“ у Европу. Проблем ликвидности на тај начин привремено је решен и функционисање система и званично почиње 1959. године. Већ средином, а нарочито крајем 1960-их долази до проблема који ће, како ће се показати, узроковати крај монетарног система устројеног на овај начин. Наиме, све више расте неповерење у могућности САД да емитоване банкноте долара размењују за злато, односно поверење у покривеност долара. То неповерење доводи до бекства од долара ка другим валутама. У периоду мањем од две деценије несташицу долара заменило је тзв. *обиље долара* (*dollar glut*). Раст неповерења подстакнут је продубљивањем платнобилансног дефицита САД услед одлива долара за потребе решавања проблема ликвидности монетарног система и високе стопе инфлације због финансирања рата

38 Aleksandar Milošević i Dragan Živojinović, „Mi u dolar (ne) verujemo – posledice smanjenja globalne uloge dolara po ukupnu moć Sjedinjenih američkih država“, op.cit., str. 85–86.

39 За преглед карактеристика и начина функционисања Бретонвудског система видети: Radovan Kovačević, *Međunarodne finansije*, Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet, Beograd, 2014.

у Вијетнаму. У условима система заснованог на стабилности долара, дестабилизујућих кретања капитала из долара ка јачим валутама и неспремности суфицитарних држава (пре свега Јапана и Немачке) да ревалвирају своје валуте (како би се Американцима одузеле „неумерене привилегије“ – *exorbitant privilege* по речима Шарла Де Гола [*Charles De Gaulle*]), и поред покушаја одржавања постојећег система (иницијативама попут укидања конвертибилности долара за злато), САД су биле принуђене да девалвирају долар, чиме долази до колапса система устројеног у Бретон Вудсу 1944. године, а свет од марта 1973. функционише у систему руковођено флексибилних девизних курсева.⁴⁰

И поред изванредног раста удела долара у резервама држава, након краха Бретонвудског система поставило се питање будућности долара. Иако су 1970-е обележене мањим платнобилансним дефицитима и њиховим брзим прилагођавањима, 1980-е је обележио највећи светски платнобилансни дефицит управо у САД, што је додатно пољуљало поверење економиста у будућу вредност долара. Међутим, способност САД да привуку токове капитала из суфицитарних земаља која се заснивала на уверењу да је поврат инвестиција у САД сигурнији него у било којој другој економији довела је до драматичног јачања долара – до 1985. долар је апресирао за готово 50%.⁴¹

Нови раст америчког дефицита у првој декади 21. века оживео је исте сумње као и 1980-их. Платнобилансни дефицит имао је чак и већу вредност од оног у 1980-им, достижући *p k* од 6% БДП-а. Растом суфицита источноазијских држава и Кине растао је и спољни дуг САД. Међутим, као и током 1980-их, неравнотеже и токови капитала који су те неравнотеже „финансирали“ довели су до поновног јачања долара, чак и након глобалне финансијске кризе. Наиме, долар почиње да јача крајем 1990-их, а 2002. апресира за готово 50%. Након *peak* -а 2002. године вредност долара почиње да пада што траје до 2010. године, када долар апресира достижући вредности које је имао током 1990-их.⁴²

Као што се показало, очекивања о паду улоге долара због платнобилансних дефицита САД се нису испунила (што је изазвало критике постојећег међународног монетарног система, о чему ће

40 За преглед догађаја који су довели до краха Бретонвудског система видети: Dominik Salvatore, *Međunarodna ekonomija*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2014, str. 784–789, и Benjamin J. Cohen, *Currency Power - Understanding Monetary Rivalry*, op. cit., p. 310.

41 Thomas Oatley, *International Political Economy*, Routledge, 2019. p. 313.

42 Исто, pp. 321–322.

више речи бити у поглављу 2.2.). Долар и даље има доминантну улогу у међународном монетарном систему. Анализа те улоге може се извршити на основу шеме дате Табелом 1.1. која сумира функције светске валуте.

2.1.1. Долар као средство обрачуна

Робни увоз и извоз могу бити обрачунати у некој валути међународног статуса, тј. две државе могу као средство фактурисања и поравнања⁴³ својих трговинских трансакција користити трећу валуту. Долар је доминантна валута за фактурисање и поравнање међународне трговине, пре свега нафте и берзанских производа. Ови производи фактуришу се у доларима по инерцији, а прелазак на другачији начин фактурисања међународне трговине енергентима захтевао би промену успостављених обичајних правила међународне трговине и прилагођавања актера на тржишту енергетских сировина, што би представљало компликовану и захтевну промену.⁴⁴

На званичном нивоу, валута може имати обрачунску функцију и када се користи за процену вредности друге валуте, што је нарочито случај у системима фиксних девизних курсева. Долар се у прошлости често користио као валута у односу на коју је фиксирана вредност домаће валуте, што је заправо наслеђе Бретонвудског система. Најекстремније форме фиксирања девизног курса су девизно веће, тј. валутни одбор (када држава ригидно фиксира своју валуту за неку инострану или композитну валуту, или за Специјална права вучења ММФ-а, и то на тај начин да централна банка те државе готово да престаје да функционише) и доларизација (преузимање валуте неке државе и проглашавање те валуте као своје сопствене). Иако државе могу узети валуту било које друге државе као сопствену, овај процес се обично назива доларизацијом јер су државе најчешће користиле долар.⁴⁵ Према подацима ММФ-а за 2019. годину долар се користи за одређивање девизног курса (у различитим аранжманима паритета око долара) у 38 држава света.⁴⁶ Будући да је данас већина држава у неком режиму флексибилног девизног курса, обрачунска

43 Државе у својим трговинским трансакцијама не морају користити исту валуту као средство фактурисања и поравнања трговине, иако је то обично случај.

44 Radovan Kovačević, „Dolar kao svetska rezervna valuta – izazovi i perspektive“, op.cit., str. 30–32.

45 Dominik Salvatore, *Međunarodna ekonomija*, op. cit., str. 753.

46 International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, August 2020. Доступно на: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2020/08/10/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2019-47102>, Приступљено: 10.11.2021.

функција валуте јавља се када се валута користи у оквиру корпе валута. Свакако најпознатију корпу валута представљају Специјална права вучења ММФ-а, у оквиру којих долар има највећи удео.⁴⁷

2.1.2. Долар као средство размене

Валута неке државе има улогу средства размене ако се, између осталог, користи као средство плаћања. Један од показатеља овакве употребе валуте јесте утврђивање обима прекограничног оптицаја валуте. Према Линди Голдберг (*Linda S. Goldberg*) крајем 2009. године се ван граница САД налазило 580 милијарди USD, а највећи део доларских банкнота налазио се у државама Латинске Америке, Русији и у другим државама бившег Совјетског Савеза.⁴⁸

Долар је у значајном обиму заступљен у прекограничним девизним плаћањима по основу доспећа обавеза за сервисирање кредита иностраним повериоцима.⁴⁹ Ово повећава промет долара на девизном тржишту, односно повећава обим трансакција из долара и ка долару на овом тржишту.

Што се тиче званичног нивоа, употреба валуте може бити увећана кроз своп (*swap*) аранжмане са централним банкама других држава, што је пракса којој је FED приступио током глобалне финансијске кризе, махом са државама Групе 10 (G10), чиме је допринео повећању употребе долара. Долар се може сматрати апсолутно доминантним као тзв. *интервенишућа валута* (*intervention currency*) – већина држава света интервенције на валутним тржиштима врше искључиво у доларима.⁵⁰

2.1.3. Долар као средство очувања вредности

Валута неке државе има функцију чувара вредности и када су депозити и хартије од вредности, нарочито државне и корпоративне обвезнице којима се тргује у оквиру и мимо тржишта државе емитента, деноминирани у тој валути. *Ratio* за деномирање обвезница у иностраној валути нарочито постоји у случају држава са тржиштем у настајању, којима је тешко да обвезнице деноминирани у својој валути продају на иностраним тржиштима због страха иностранних инвеститора од волатилности домаће валуте. Осим

47 О Специјалним правима вучења биће више речи у поглављу 4.1.

48 Goldberg 2010, str. 2, према: Radovan Kovačević, „Dolar i evro u međunarodnom monetarnom sistemu“, *Ekonomске идеје и пракса*. 2 (2011), str. 18.

49 Radovan Kovačević, „Dolar i evro u međunarodnom monetarnom sistemu“, op.cit., str. 19.

50 John Williamson, *The Dollar and US Power*, op. cit., p. 1.

САД и многе друге државе увећавају свој јавни дуг емитовањем обвезница деноминираним у доларима. Такође, у свету постоји велика тражња и за америчким приватним и јавним хартијама од вредности (деноминираним у доларима) – вишкови финансијских средстава пласирају се у америчку привреду због поверења у дубину и ликвидност америчког финансијског тржишта и тржишта капитала.⁵¹

На званичном нивоу, валута има улогу средства очувања вредности ако има значајне уделе у девизним резервама држава неемитената. У том смислу, улога долара се није значајније изменила у последњим деценијама, о чему сведочи структура алоцираних девизних резерви на светском нивоу. Овакво стање ствари се може објаснити и чињеницом да све државе света желе да задрже долар у својим девизним резервама како би плаћале увоз енергетских сировина.⁵²

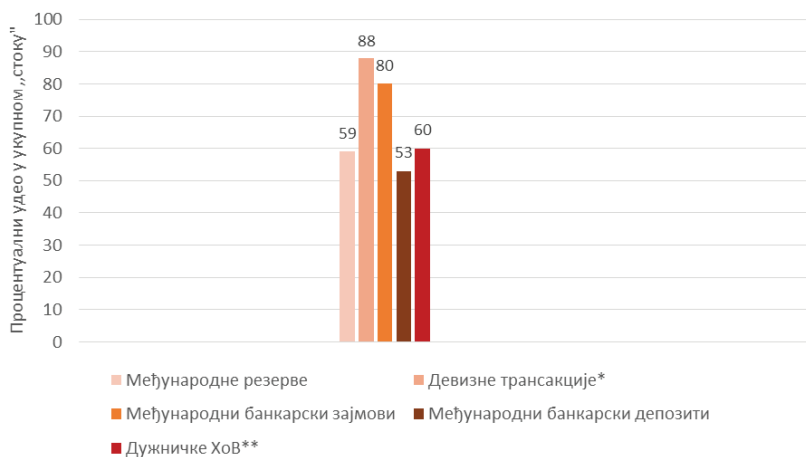
*

Summa summarum, преглед улоге долара у међународним финансијама кроз уделе на различитим аспектима финансијског тржишта дат је на Графикону 2.1.

51 Radovan Kovačević, „Dolar i evro u međunarodnom monetarnom sistemu“ op.cit., str. 19.

52 Radovan Kovačević, „Dolar kao svetska rezervna valuta – izazovi i perspektive“, op.cit., str. 30.

Графикон 2.1. Улога долара у међународним финансијама



Напомене: * Будући да девизне трансакције подразумевају учешће две валуте, процентуални удео је приказ у укупних 200%; ** ХоВ деноминирани у иностраној валути и продате ван државе емитента.

Извор: 1. International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*. Доступно на: <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4&slid=1408243036575>, Приступљено: 10.11.2021. – подаци за удео долара у међународним резервама; 2. Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey - Foreign exchange turnover in April 2019*, Basel, September 2019. Доступно на: https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.htm, Приступљено: 10.11.2021. – подаци за удео долара у девизним трансакцијама; 3. European Central Bank, *The international role of the euro*, Frankfurt, June 2020. Доступно на: <https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire202006~81495c263a.en.html#toc6>, Приступљено: 10.11.2021. – подаци за удео долара у међународним банкарским зајмовима, међународним банкарским депозитима и дужничким ХоВ. Уз изузетак података о уделу у међународним резервама, приказани су последње доступни подаци, подаци за 2019. годину. Податак о уделу долара у међународним резервама је податак за четврти квартал 2020. године.

Графикон потврђује претходно изнете тврдње о улози долара: долар има вишеструко већи удео у девизним резервама држава света од удела свих других валута заједно (апроксимативно 59% наспрот 41%, респективно). Удео ових финансијских инструмената деноминираних у долару у укупним дужничким ХоВ је већи за један процентни поен од удела долара у девизним резервама (60%). Импазантан је и удео на банкарском тржишту – у укупним међународним зајмовима и депозитима они деноминирани у

доларима имају процентуални удео од 80% и 53%, респективно. Доларски „шер“ у трансакцијама на девизном тржишту последњих година флукутира у износима од 80-85%.

Све ово наводи на закључак да је долар још увек *lingua franca* међународног финансијског система.

2.2. Критике доминантне позиције долара

„Када банкар у дугујем хиљаду долара, ја треба њега да се плашим. Када му дугујем милион долара, он треба да стрепи од мене.“

Џон Мајнард Кејнз (*John Maynard Keynes*)

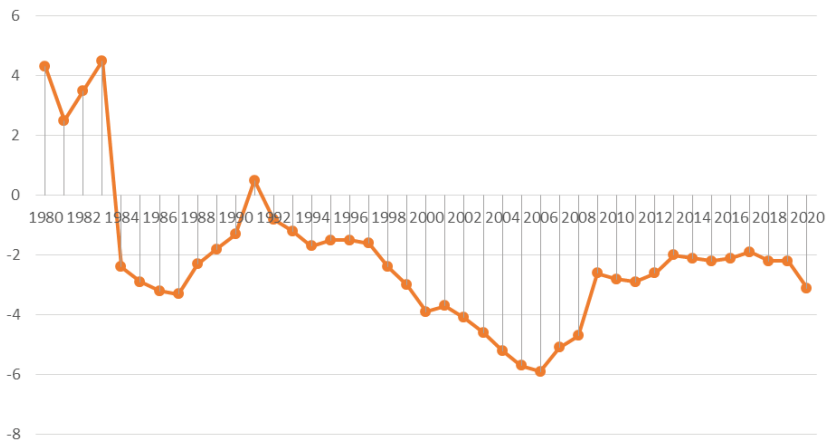
Након Другог светског рата, када су САД креирале половину укупног аутопута глобалног „севера“, када су биле највећи светски извозник и извор иностраног капитала, било је потпуно логично да већина међународних финансијских трансакција буде деноминирано у доларима. Данас, када САД немају више такву економску моћ као пре 50 година и када учествују у мањем уделу међународних трансакција, поставља се питање зашто долар и даље има доминантну међународну улогу? Све чешће се, нарочито након глобалне финансијске кризе, поново указује на „неумерене привилегије“ иностраног финансирања америчког текућег дефицита и поставља питање зашто је САД дозвољено да креира дефицит од готово 6% БДП-а у предвечерју кризе. Инострано финансирање америчког дефицита у циљу стицања долара за поравнање међународних трансакција које је креирало могућности да Американци „троше више него што поседују“ представљало је значајан подстицај економским поремећајима који су обележили свет крајем прве декаде 21. века.⁵³

Криза је узроковала депресијацију долара. То је довело до пада вредности девизних резерви нарочито оних држава са највећим уделом долара у њима (попут БРИКС држава [*BRICS* – Бразил, Русија, Индија, Кина, Јужноафричка република]). Поставило се питање поверења у поузданост и ликвидност долара. Такође, истицани су приговори да долар више није сигурна валута будући да испољава тренд депресијације, који су заснивали своју аргументацију на веома ниским каматним стопама обвезница Трезора САД (*US Treasury*). Депресијација долара узроковала је с друге стране апресијацију валута држава са великим уделом долара у својим

53 Bary Eichengreen, *Exorbitant Privilege - The Rise and Fall of the Dollar*, op. cit., pp. 2-5.

девизним резервама, смањујући куповну моћ долара изражену у корпи домаћих производа. Ове државе, под утицајем аверзије према ризику, одале су се потрази поуздане активе у циљу преливања својих ликвидних средстава. Услед мањка овакве активе, ликвидна средства преусмерена су у доларске девизне резерве. То је довело до јачања долара као кључне светске резервне валуте, тако да је америчка финансијска позиција заправо ојачана за време глобалне финансијске кризе.⁵⁴

Графикон 2.2. Биланс текућег рачуна САД 1980-2020. (% БДП-а)



Извор: World Bank, *Current account balance (% of GDP) - United States*.
Доступно на: <https://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.GD.ZS?end=2019&locations=US&start=1970&view=chart>, Приступљено: 10.11.2021.

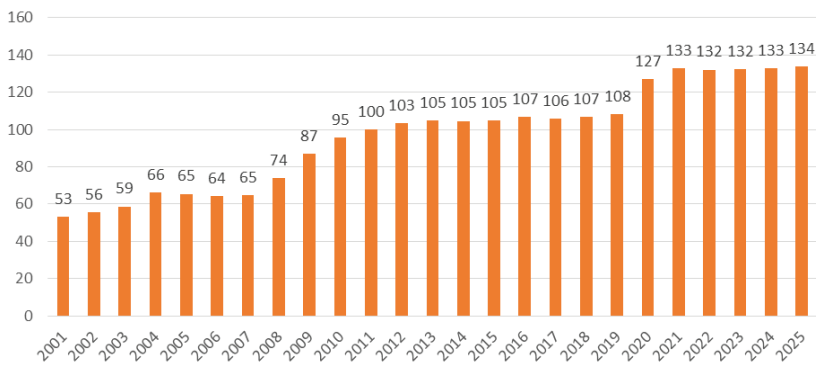
На Графикону 2.2. даје се преглед биланса текућег рачуна САД од 1980-их, када је забележен највећи текући дефицит на глобалном нивоу управо у САД, до последње доступних података за 2020. годину. Уочава се да је у посматраном периоду на текућем рачуну САД забележен суфицит само 1980, 1981. и 1991. године и да је у свим тим случајевима суфицит био мањи од 1% БДП-а. Такође се може уочити да су дефицити забележени почетком 21. века озбиљнији него 1980-их, али и поправљање финансијске позиције САД за време кризе: након *peak*-а 2006. када је забележен дефицит од готово 6% БДП-а, дефицит почиње да се смањује до нивоа дефицита

⁵⁴ Radovan Kovačević, *Međunarodno tržište kapitala: savremene tendencije*, Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet, Beograd, 2012, str. 141–143.

од 2.6% БДП-а колико је износио 2009. године. Благо раст дефицита током 2010. и 2011. није успорио тренд смањивања дефицита текућег рачуна током друге деценије, тако да је у 2020. години забележен дефицит текућег рачуна од 3.1% БДП-а.

Иако је депресијација долара довела до побољшања финансијске ситуације САД (према неким проценама за 450 милијарди долара), с друге стране дошло је до раста задужености САД према свету.⁵⁵ На Графикону 2.3. може се приметити да је јавни дуг САД у протекле две деценије више него удвостручен – у 2001. јавни дуг износио је 53% БДП-а, а 2021. рекордних 133%! Осим тога, ММФ-ове процене до 2025. предвиђају наставак увећања јавног дуга.

Графикон 2.3. Јавни дуг САД 2001–2021 и предикција за период 2021–2025 (у % БДП-а)



Извор: International Monetary Fund, *Gross Debt Position (% of GDP) – United States*, April 2021. Доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/G_XWDG_G01_GDP_PT@FM/ADVEC/FM_EMG/FM_LIDC/US, Приступљено: 10.11.2021.

Када држава има тако велики дефицит текућег рачуна као што је то случај са САД, принуђена је да плаћа значајне премије при задуживању, због чега је у прошлости мало држава било у стању да одржава дефиците на тако високом нивоу. Посебност случаја САД је чињеница да међународни статус долара као доминантне светске валуте омогућава САД да се задужеју практично „са попустом“.⁵⁶ Чак и аргументи оних који истичу да увећање задужености према иностраним повериоцима увећава рањивост због могућности повлачења ликвидних средстава из доларске

⁵⁵ Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege - The Rise and Fall of the Dollar*, op. cit., p. 5.

⁵⁶ Avinash Persaud, “When Currency Fall”, op. cit., p. 2.

активе која би утицала на пад вредности долара нису одрживи, јер би пад вредности долара ишао на штету холдерима доларске активе, будући да би њихов портфолио изгубио на вредности. То доводи до „фрустрација“ доларских холдера, нарочито оних са великим уделом доларске активе у портфолију (попут Кине и Русије): с једне стране, недостатак задовољавајуће алтернативе државе принудно опредељује за инвестирање у доларске финансијске инструменте и подстиче забринутост за будућу вредност својих инвестиција у случају продубљивања америчког текућег дефицита; с друге, растуће светске економије не крију своје незадовољство због глобалне хегемоније Вашингтона.⁵⁷

Стрепње холдера америчких државних ХоВ од пада вредности долара и даљег продубљивања текућег дефицита САД представљају тзв. савремену верзију Трифинове дилеме. Трифинова дилема је инхерентна контрадикторност међународног монетарног система и представља сукоб економских интереса краткорочних и дугорочних циљева држава на међународном нивоу, држава емитената валута глобалног статуса. Ову контрадикторност идентификовао је 1960-их професор са Јејл Универзитета Роберт Трифин (*Robert Triffin*), истичући да ће држава емитент валуте која се посматра као светска резервна валута и за којом постоји велика тражња на међународним тржиштима бити спремна да обезбеди довољну понуду те валуте, чиме ће довести до раста свог текућег дефицита.⁵⁸

Роберт Мандел (*Robert Mundell*) је још 1998. године тврдио да је ослањање на долар као доминанту валуту фактурисања, интервенисања и резерви због растуће међународне задужености САД не само неодрживо, већ креира ризике за међународни монетарни систем.⁵⁹ Међутим, долар ипак и након тога наставља да задржава ту улогу, због чега се и може уочити Трифинова дилема: растућа тражња земаља у развоју и земаља у транзицији за доларом у својим девизним резервама обара каматне стопе америчке привреде увећавајући на тај начин дефицит текућег рачуна и јавни дуг САД. Ипак, ово може подстакнути неповерење у будућу вредност долара и солвентност америчке економије, услед чега би дошло до увода у крах долара, а чиме би највише биле погођене управо државе које

57 Benjamin J. Cohen. "The Future of the Reserve Currencies", *Finance and Development*, September 2009, p. 28.

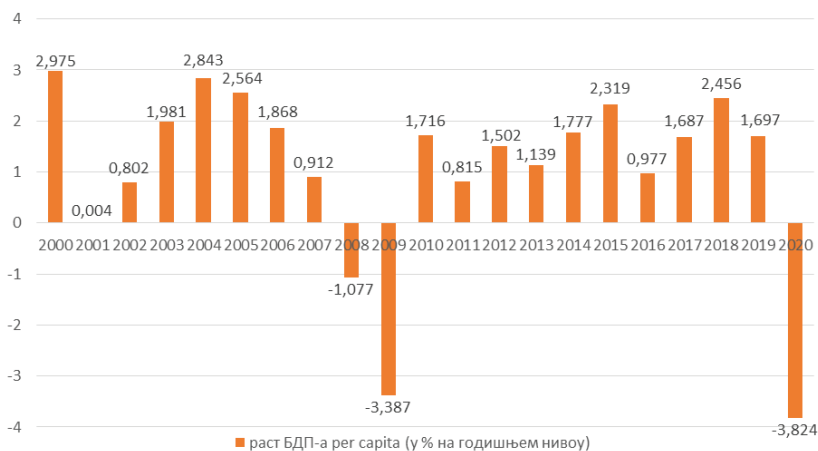
58 Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, Springer International Publishing, 2018, p. 527.

59 Robert Mundell, "The Case for the Euro I", *The Wall Street Journal*, March 24, 1998. Доступно на: <https://www.wsj.com/articles/SB890686359476492000>, Приступљено: 10.11.2021.

подстичу међународну тражњу за доларима.⁶⁰

У прилог критикама доминантне позиције долара иду и перформансе америчке економије, уопште посматрано. У периоду после Другог светског рата било је, са становишта тих перформанси, оправдано да валута економије са изванредним растом националног друштвеног производа, као и растом удела у светској индустријској производњи и извозу постане централна валута међународног монетарног система. САД су постале не само најбрже растућа, већ и највећа светска економија. Данас се овакве оцене с разлогом доводе у питање. Наиме, иако се у категоријама номиналне вредности реалног БДП-а САД и даље налазе на првом месту, учача се да, посматрајући стопе економског раста, њихова позиција постаје угрожена са падом, односно стагнацијом те стопе. Кретање стопе економског раста, посматрано кроз вредности раста БДП-а *per capita* за период 2001-2020. дато је на Графикону 2.4.

Графикон 2.4. Стопа раста БДП-а *per capita* у САД у процентима на годишњем нивоу (2000-2020)



Извор: World Bank, *GDP per capita growth (annual %) – United States*, n.d. Доступно на: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG?locations=US>, Приступљено: 10.11.2021.

Анализу кретања стопе економског раста, посматрано кроз кретање БДП-а *per capita*, сврсисходно је започети и пре 2000-их

60 Више видети: Agnès Bénassy-Quéré and Jean Pisani-Ferry, “What International Monetary System for a Fast-Changing World Economy”, Centre d’études prospectives et d’informations internationales Working Paper No 2011-4b. Доступно на: <https://econpapers.repec.org/paper/brw-paper/518.htm>, Приступљено: 10.11.2021.

година. Наиме, ако се посматра период 1970-их и почетка 1980-их уочава се позитивна стопа раста БДП-а *per capita* која достиже и 6% 1984. године. Након тога стопе раста нагло опадају, да би 1991. та стопа била и негативна (-1.434%). Током 1990-их долази до повећања стопе раста БДП-а *per capita*, нарочито у другој половини 1990-их, што се може приписати деловању различитих фактора, попут појаве интернета и информационих технологија које су отвориле прилику за нова радна места; примене мера за остваривање циљева балансирања буџета и финансирања јавног дуга; улоге Федералних резерви које су у циљу стабилности цена утицале на смањење стопе инфлације. Већ 2000. долази до оштрог пада стопе раста, што се може приписати пуцању “dot-com” мехура. У циљу подстицања економског раста, у првој половини 2000-их монетарне власти спровode стратегију апсорпције шока насталог пуцањем овог мехура кроз доток „вршег новца“ остварен смањењем каматних стопа. Након тог периода наступа период кризе хипотекарног дуга и негативних стопа раста БДП-а *per capita*. У последњој деценији САД бележе позитиван економски раст, али је та стопа раста релативно ниска, крећући се у интервалу 0.822% (2011) до 2.646% (2018).⁶¹ Под утицајем економске кризе изазване пандемијом корона вируса, у 2020. години је забележена изразито негативна стопа БДП-а *per capita*, најнижа стопа за посматрани период (-3.824%). Ипак, овакви резултати у складу су са просеком на светском нивоу за 2020. годину, када су (готово) све економије света забележиле велики пад економске производње. На основу ове анализе може се извући неколико закључака. Иако је у посматраном периоду економија САД погођена низом асиметричних шокова интерне или екстерне природе (пуцање “dot-com” мехура, криза хипотекарног дуга, криза корона вируса), уочава се да су чак и у годинама када је стопа раста БДП-а *per capita* била са позитивним предзнаком, номинални износи тог раста били врло скромни, а уз то и праћени низом мера за подстицај економског раста. Питање је какве би те стопе биле без одговарајућих подстицајних мера. Додатно, преглед кретања стопе БДП-а *per capita* у периоду и пре 2000-их година указује на оправданост оцена према којима се САД већ деценијама уназад не могу више сматрати најбрже растућом економијом света. Све ово подстиче сумње у будуће економске перформансе САД као емитента валуте са још увек најзначајнијом улогом у међународном монетарном систему, а самим тим и сумње у стабилност таквог монетарног система.

61 Андреа Матијевић, „Економска неједнакост као фактор ограничења економског раста Сједињених Америчких Држава“, оп. цит., стр. 111–112.

Управо због тога је доминантна позиција долара на међународном нивоу постала једна од основних тачки критика савременог међународног монетарног система. И поред свих проблема насталих због доминације долара, спорадично се могу чути заговорници креирања Бретон Вудса 2 као глобалног монетарног оквира у коме би долар задржао централну улогу у циљу стабилности система. Такви предлози занемарују неколико битних момената: свет је данас другачији него што је био након Другог светског рата. Сви преговори морали би укључивати најважније актере, тј. САД и ЕУ, али и БРИКС државе. Мало је извесно да би могло доћи до таквог резултата преговора између Кине и САД који би као исход имали задржавање долара као доминантне валуте, нарочито ако се имају у виду напори Кине да интернационализује своју валуту. Русија показује тенденције смањивања зависности од долара кроз диверзификацију девизних резерви и фактурисање билатералне трговине у другим валутама, а питање је да ли ће и ОПЕС државе (*Organization of the Petroleum Exporting Countries*) наставити да дају подршку долару, из разлога економске (слабост америчке економије) и политичко-безбедносне (револуције у тим регионима) природе. Може се закључити да тренутни економски и геополитички интереси најважнијих глобалних актера пре гравитирају ка напуштању долара и тражењу нових алтернатива него ка успостављању система у коме би статус долара био додатно учвршћен.⁶²

Надаље, тврдње појединих аутора према којима одржавање статуса долара (од ког, према овим ауторима зависи и стабилност међународног монетарног система уопште) захтева продубљивање америчког текућег дефицита и задужености нису засноване на историјском искуству: након Другог светског рата САД су остваривале суфицит текућег рачуна, а државе су до долара долазиле на исти начин као и данас, путем инвестиционих токова. То заправо значи да увећање удела долара у девизним резервама других држава не мора нужно подразумевати и продубљивање текућег дефицита САД као нужног предуслова увећања тих доларских удела.⁶³ Другим речима, текући дефицит и јавни дуг САД се одржава не због потреба стабилности статуса долара, већ управо статус долара омогућава САД да се задужује и троши вишеструко више него што производи и све то без значајнијих последица по макроекономску стабилност (барем у годинама уназад). Поставља се питање да ли ће тако бити и

62 Aleksandar Milošević i Dragan Živojinović, „Mi u dolar (ne) verujemo – posledice smanjenja globalne uloge dolara po ukupnu moć Sjedinjenih američkih država“, op.cit., str. 95.

63 Radovan Kovačević, „Dolar kao svetska rezervna valuta – izazovi i perspektive“, op.cit., str. 36.

у будућности, јер би уклањање овог „потпорног зида“ за САД довело до последица не само по америчку економију, већ и свет у целини.

У циљу превентивног деловања, екстремни предлози иду у смеру потпуног уклањања међународног статуса долару. Међутим, такви потези не само што би подразумевали тежак и компликован заокрет у уобичајеном међународном пословању, већ би нанели више штете него користи – поново би се последице „прелиле“ на све економије, не само на економију САД. Умереније струје заговарају постепени прелазак на алтернативне валуте и креирање мултиполарног међународног монетарног система. И поред анализа у којима се износе докази да мултиполарност креира нове ризике, важно је прихватити да је успостављање мултиполарне структуре већ постало извесна реалност. Стога је, уместо дебатовања о томе да ли је мултиполаран међународни монетарни систем добар или не, важно утврдити на који начин умањити ризике његове мултиполарности.

И заиста, неконзистентност између монетарне доминације долара и добробити светске економије навела је државе да све више врше своја поравнања у сопственој или некој другој валути међународног статуса осим долара, чиме су креирани нови „валутни обрасци“.⁶⁴ Анализи тих нових валутних образаца, односно валута које се у литератури посматрају најозбиљнијим конкурентима долару, посвећено је наредно поглавље.

2.3. Изазивачи долара као светске резервне валуте

Савремени међународно-монетарни амбијент одликује висок ниво компетитивности, конфликтности и хијерархије. Услед настојања држава да повећају употребу својих валута мимо граница државе у оквиру које располажу „монетарним монополем“ долази до тзв. *детериторијализације новца*. Будући да под утицајем интернационализације валута државе више нису у могућности да у монополистичком маниру контролишу употребу своје валуте, једино што могу јесте да својим потезима обезбеде већу употребу своје валуте у међународним финансијама, због економских користи који из такве употребе проистичу. Односе на тржишту светских валута Коен је дефинисао као *геополитику новца* (*geopolitics of currencies*), наводећи да је долар једина истинска глобална валута, али и постављајући питање да ли доминација долара може бити

64 Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., p. 311.

оспорена.⁶⁵

Крај 2020. године обележио је велики пад индекса долара. Брокерски посредник Питер Шиф (*Peter Schiff*) је децембра 2020. године истакао да је први пут од пролећа 2018. године индекс долара пао на испод 90, наводећи да ће тај тренд бити настављен и у 2021. години када би по његовим речима долар достигао нижи индекс чак и од оног из 2008. године, када је износио 71,58.⁶⁶ Индекс долара (DXY) представља меру „снаге“ долара у односу на корпу шест валута, укључујући евро и британску фунту. Према стручњацима, разлог за овакав пад вредности лежи у монетарним олакшицама FED-а за време пандемије корона вируса које су утицале на депресијацију долара, а тиме и на додатно слабљење због дестабилизујућих шпекулација, односно због бекства капитала услед слабљења долара.⁶⁷

Индикатори слабљена долара нису уочљиви само у најскоријем периоду. Наиме, општеприхваћено правило међународне трговине нафтом јесте фактурисање и поравнање ових трговинских трансакција у долару. Противљења овој конвенцији спорадично су износиле државе попут Венецуеле и Ирана, али се увек постављало питање задовољавајуће алтернативе. Међутим, новембра 2007. године на седници ОПЕС држава у Ријаду, камере су забележиле министре спољних послова Ирана и Саудијске Арабије у разговорима о томе да ли ОПЕС државе треба да одступе од употребе долара за потребе трговине нафтом. Такође, октобра 2009. године у новинарском извештају наводи се да су се Заливске земље удружиле са Кином, Русијом, Јапаном и Француском како би се долар престао употребљавати за трговину „црним златом“. Ове иницијативе нису реализоване, али свакако сугеришу на раст сумње у то да долар треба да има улогу на тржишту нафтом какву је у прошлости имао.⁶⁸

Упркос свему овоме, бројке су и даље на страни долара (видети поглавље 2.1.). Поставља се питање: да ли ће тако бити и у будућности? Ако се има у виду да једна валута има статус светске резервне валуте јер на њену атрактивност утиче чињеница да иза себе има снажну и богату државу, постаје јасно да је не само за стицање,

65 Benjamin J. Cohen, “The Geopolitics of Currencies and the Future of the International System”, Working Paper No. 28-2003, The Elcano Royal Institute, 6.11.2003, p. 1.

66 Peter Schiff, “The Dollar’s Loss Is Not America’s Win – Ep 637”, Podcast: *The Peter Schiff Show*, 19. december 2020. Доступно на: <https://www.schiffradio.com/dollar-loss-not-america-win/>, Приступљено: 10.11.2021.

67 Chris Gill, “The incredible appreciating yuan”, *Asia Financial*, 3. september 2020. Доступно на: <https://www.asiafinancial.com/the-incredible-appreciating-yuan>, Приступљено: 10.11.2021.

68 Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege - The Rise and Fall of the Dollar*, op. cit., p. 123.

већ и за одржавање тог статуса круцијално економско „здравље“ државе емитента.⁶⁹ Без обзира на тренутну доминацију, све чешће се могу уочити озбиљне забринутости за будући статус долара повезане са неизвесностима перспективе америчке макроекономске стабилности.

У литератури се као најозбиљнији конкуренти наводе евро, јуан и књиговодствена потраживања ММФ-а позната као Специјална права вучења (СПВ). Што се тиче осталих валута, јапански јен се некада перципирао као главни претендент за наслеђе доларског трона. Током 1970-их и 1980-их, периода снажног раста јапанске економије, употреба јена на међународном нивоу је у великој мери увећана, нарочито на тржишту обвезница. „Пуцање мехура“ јапанске економије крајем 1980-их нагло је успорио узлазну трајекторију јена. Данас се под утицајем јапанске стагнације чини да јапански јен доживљава постепено засењивање на тржишту.⁷⁰ Генерално узевши, друге валуте присутне на тржишту (попут не само јапанског јена, већ и швајцарског франка, канадског и аустралијског долара или британске фунте) не посматрају се као озбиљнији конкуренти долару јер матичне економије ових валута немају довољно развијено финансијско тржиште и софистициране финансијске инструменте како би се носиле са великим приливом капитала. Такође би услед јачања новчаних јединица ове државе изгубиле на извозној конкурентности. Радикалније промене предлажу представници Аустријске школе, противници тзв. *фиат новца*, заговорници повратку златном стандарду и успостављању фиксних девизних курсева у циљу смањивања неизвесности у међународној трговини. Основни аргумент против идеје златног стандарда је чињеница да је понуда злата ограничена и да светска економија стога не би требала да се на њу ослања.⁷¹

У последње време могу се чути чак и заговорници креирања потпуно нове међународне резервне валуте. Будући да би за настанак нове валуте која би стекла улогу коју тренутно има долар, уколико би то уопште и било могуће, био потребан дужи временски период, алтернативе долару треба тражити међу постојећим валутама са највише предиспозиција да угрозе долар.

69 Исто, pp. 5–6.

70 Benjamin J. Cohen. “The Future of the Reserve Currencies”, op. cit, p. 28.

71 Aleksandar Milošević i Dragan Živojinović, „Mi u dolar (ne) verujemo – posledice smanjenja globalne uloge dolara po ukupnu moć Sjedinjenih američkih država“, op.cit., str. 89.

2.3.1. Евро

У тренуцима креирања евра (1. јануар 1999. као рачуноводствена валута; 1. јануар 2002. евро постао валута у оптицају) као јединствене валуте у оквиру Европске монетарне уније, ову нову валуту пратио је велики оптимизам. Роберт Мандел је сматрао да је настанак евра најдраматичнија промена међународног монетарног система откако је Никсон укинуо конвертибилност долара за злато 1971. године и да се временом може показати као најзначајнији догађај у међународној монетарној историји још откако је долар преузео доминацију фунте стерлинга.⁷²

Два основна мотива за увођење евра била су подстицање улоге ЕУ у међународном монетарном систему и креирање потпуног јединственог тржишта.⁷³ Евро је, као сукцесор 11 европских валута укључујући и немачку марку са већ успостављеном значајном међународном улогом, убрзо постао друга најважнија светска валута након долара у готово свим аспектима (кроз удео у девизним резервама, на девизном тржишту, као валута денонмирања финансијских инструмената, валута фактурисања и поравнања трговине, валута сидра...). Иако дакле примарна мотивација није била креирање валуте као конкурента долару, већ завршетак циља постављеног Јединственим европским актом из 1986, односно креирање јединственог тржишта (које подразумева слободно кретање роба, услуга, рада и капитала), неки европски лидери (попут француског председника Митерана [*François Mitterrand*]) могућност да евро постане конкурент долару видели су као споредну, али додатну предност јединствене валуте. Оваква „скривена агенда“ имала је економски *ritu io*, будући да су ЕУ и САД били отприлике једнаки по економској величини и имали су упоредиве уделе у светској трговини.⁷⁴

У пракси је из године у годину било све јасније да изгледи да евро претекне долар представљају прерани оптимизам. Наметнуло се питање зашто евро не може да сустигне долар, а ЕУ успева да сустигне САД у економском погледу. Са протоком година све је постајало јасније да на путу успона евра постоје бројне препреке. Проспекти долара и евра могу се посматрати на следећим димензијама:

- Економска снага, мерена БДП-ом: у почетним годинама

72 Robert Mundell, "The Case for the Euro I", op.cit.

73 Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld and Marc J. Melitz, *International Economics – Theory and Policy*, Pearson Education Limited, 2018, p. 683.

74 Barry Eichengreen, Arnaud Mehl and Livia Chițu, *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*, Princeton University Press, 2018, pp. 170–172.

оптицаја евра, САД су имале већи БДП од ЕУ (ЕУ реализовала 74% америчког БДП-а), али је до 2013. године БДП ЕУ порастао до нивоа од 103% америчког БДП-а (наравно, не треба заборавити да је на раст аупута ЕУ утицало и увећање броја чланица са 15 на 28 у посматраном периоду). И поред овога поједини аутори сматрају да иако ЕУ може да парира САД у погледу економске величине (*economic size*), у категоријама економске снаге (ако се снага посматра као потенцијал за будући раст) ЕУ не могу достићи САД због тога што још увек постоји научно-технолошки „геп” између ове две економије;⁷⁵

- Финансијско тржиште – иако је агрегатна вредност инструмената на финансијском тржишту Евроzone 2003. имала мањи удео од америчког, до 2013. амерички удео је опао, а удео Евроzone порастао тако да је достигао већу вредност од америчког удела. Међутим, у апсолутним износима америчко финансијско тржиште веће је за скоро 70%, што представља кључну предност долара у односу на евро;⁷⁶

- Квалитети валуте, односно стопа инфлације и флукуације девизног курса – Евроzone има релативно стабилну стопу инфлације, будући да Евроzone има независну централну банку и систем стабилности цена. С друге стране, на проспекте интернационализације евра негативно утичу флукуације девизног курса. На дан увођења евра, девизни паритет евра био је једнак долару (1€ = 1\$). У прве две године постојања курс евра у односу на долар је значајно изгубио на вредности, након чега доживљава умерени раст до 2010, али након 2010. вредност евра колебљиво пада;⁷⁷

- Политичка координација – док у САД овај елемент не представља проблем, будући да су САД јединствена држава (федералне структуре), Евроzone карактеришу велике препреке у усаглашавању фискалних политика држава чланица међусобно, а затим и у усаглашавању тих политика са заједничком монетарном политиком;⁷⁸

75 Chen and Ying 2014, prema: Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., p. 492

76 Љубомир Шубара, Миленко Целетовић, *Евро и монетарна интеграција Европе*, оп. цит., стр. 348.

77 Исто, стр. 345–346.

78 Процес доношења одлука у систему Европске уније заснива се на два приступа: наднационалном и међувладином приступу. Наднационални приступ подразумева веће надлежности и иницијативе институција Европске уније, док се међувладиним приступом оставља више простора за утицај државама чланицама на процес одлучивања. Монетарна политика спада у домен наднационалних политика. То ипак не значи да у усвајању одлука у

- Субјективна намера – док званичници Европске централне банке заузимају поприлично неутралан став о интернационализацији евра, инсистирајући на решавању унутрашњих проблема, САД инсистирају на одржавању доминантног статуса долара;
- Фактор инерције – долар већ деценијама ужива доминантан статус и због тога се чини да су фактори инерције на његовој страни. Не треба заборавити чињеницу да је ЕУ изграђена од држава са богатом колонијалном прошлошћу и јаким историјским везама са бившим колонијама што омогућава употребу евра и мимо Евроzone. Али исто тако, уз све остале већ истакнуте факторе који доводе да актери у међународним финансијама по инерцији употребљавају долар у својим трансакцијама, и САД су млада држава, држава имиграната, чиме се додатно повећава могућност употребе долара мимо граница.⁷⁹

Због поменутих препрека аутори истичу да, иако евро има доминантну улогу не само у Еврозони, него и у Европи уопште, као и у неким суседним областима попут Медитеранске обале тј. Субсахарске Африке, у свим другим деловима света чини се да је еврџу предодређено да буде друга најзначајнија валута, иза долара. Као додатни разлози за овакве тврдње наводе се: висина трансакционих трошкова, односно трошкова пословања у еврима који су већи од трошкова пословања у доларима; пристрасности директно усмерене против раста улоге евра због сумњи о шансама евра за раст дугорочно посматрано, а најчешће се истиче проблем владавине. Компликоване процедуре одлучивања умањују

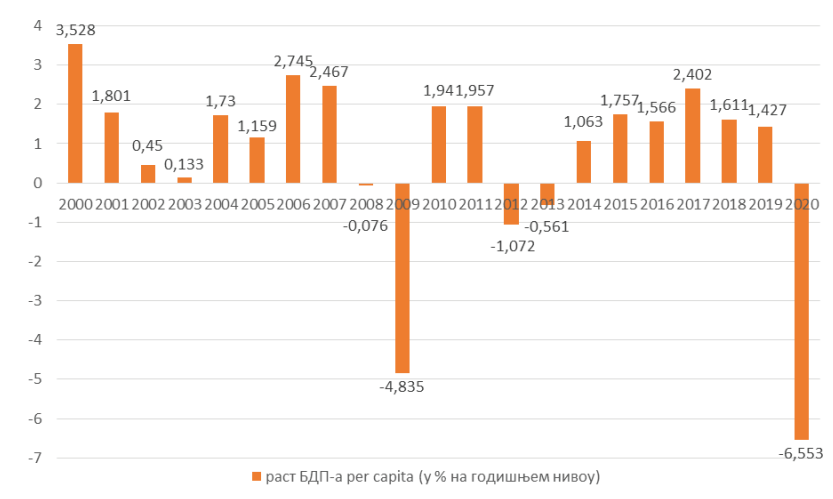
домену монетарне политике спорадично нису представљали препреку појединачни интереси држава чланица Европске монетарне уније и у складу с њима дефинисане преговарачке позиције држава чланица. Овакве препреке јављају се у свим областима одлучивања Европске уније. Примера ради, у свом раду посвећеном новој методологији политике проширења Европске уније, аутор ове монографије је покушао да укаже на значај интереса држава чланица и следствено томе њихових ставова о даљем проширењу Европске уније за усвајање и обликовање нове методологије политике проширења, истичући да је због тих интереса држава чланица потребно преиспитати да ли нова методологија заиста одликава настојање Европске уније да прихвати нове државе као своје чланице (више видети: Андреа Матијевић, „Ставови држава чланица о проширењу Европске уније и нова методологија политике проширења“, *Политичка ревија* 64 (2), 2020. стр. 151–175). У сваком случају оно што је важно јесте да се и у домену монетарне политике, као и у другим политикама ЕУ, доношење одлука и надзор над њиховим спровођењем додатно компликује због различитих интереса држава чланица које је понекад веома тешко усагласити, услед чега је, упркос федералној структури, у САД процес одлучивања у домену монетарне политике доста лакши.

79 Више о свакој од ових димензија и котирању долара и евра на њој видети: Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., pp. 492–493.

атрактивност валуте, јер при доношењу одлуке о инвестицији није сасвим јасно ко је задужен за политике од којих на директан начин зависи профитабилност те инвестиције. Такође, није сасвим јасно ко је задужен за представљање Еврозоне у ширем макроекономском контексту, када су на дневном реду питања управљања кризама или реформе међународне финансијске архитектуре која захтевају координацију свих значајних међународних актера.⁸⁰

Ови фактори почињу подстицати скептицизам аутора у погледу будућности евра, нарочито у погледу његових шанси да сустигне и престижне долар. А онда је и криза Еврозоне, криза суверених дугова, додатно продубила јаз у употреби евра и долара на међународном нивоу. Током 2010-их економија Еврозоне се ипак спорим темпом опорављала од ове кризе, што се може видети и на основу кретања стопе БДП-а *per capita*.

Графикон 2.5. Стопа раста БДП-а пер цапита Еврозоне у процентима на годишњем нивоу (2000-2020)



Извор: World Bank, *GDP per capita growth (annual %) – Euro Area*, n.d. Доступно на: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG?locations=XС>, Приступљено: 10.11.2021.

Ако се стопе економског раста Еврозоне (мерено БДП-ом *per capita*) упореде са стопама раста САД приказане на Графикону 2.4, уочава се да је и у деценији пре кризе суверених дугова Еврозона

⁸⁰ Benjamin J. Cohen, "The Geopolitics of Currencies and the Future of the International System", op. cit., pp. 4-6.

бележила лошије резултате од САД. Наиме, иако је у номиналним износима стопа БДП-а *per capita* Еврозоне била благо виша, глобална финансијска криза (настала преливањем кризе хипотекарног дуга САД на светски ниво) заправо је више погодила Еврозону од САД: у 2009. години стопа раста БДП *per capita* у САД износила је -3.338%, а стопа раста овог показатеља за Еврозону износила је -4.835%. Надаље, док је стопа економског раста мерена кроз БДП *per capita* у САД током 2010-их била позитивна за све посматране године, Еврозону је почетком ове деценије обележио негативан предзнак стопе раста под утицајем кризе суверених дугова. И не само то, него и кад се упореде стопе раста са позитивним предзнаком, уочава се да су у случају САД те стопе номинално веће него стопе раста Еврозоне. Додатно, вредност овог показатеља указује да је криза корона вируса знатно више погодила економску производњу Еврозоне од САД: током 2020. године Еврозона је забележила готово двоструко већи пад БДП-а *per capita* од САД (-6.553% и -3.824%, респективно). Имајући све ово у виду, тешко је очекивати да евро задржи репутацију кредибилног противника у оваквим условима.

Па ипак, упркос кризним кретањима, евро ипак остаје на другом месту иза долара на међународној монетарној сцени. Иако је његова употреба више регионалног него светског карактера, успон евра потврђује важну чињеницу: статус међународне валуте више није резервисан за искључиво једну валуту (ако је икад и био), а више валута међународног статуса може коегзистирати у једном међународном монетарном систему.⁸¹

2.3.2. Кинески јуан - ренминби⁸²

Анализа јуана као конкурента долару оправдана је из следећих разлога:

- Важност јуана као светске валуте је непропорционална у односу на економски потенцијал Кине и њену улогу у светској економији;
- Удео Кине у светској производњи и трговини такође потврђује растућу улогу јуана у светским валутним односима;
- Главна основа растуће улоге јуана је проактивна политика кинеских власти са циљем интернационализације валуте;

81 Barry Eichengreen, Arnaud Mehl and Livia Chițu, *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*, op. cit., p. 171.

82 Ренминби је званичан назив за кинеску валуту коју употребљава Народна банка Кине, али се у речнику међународних финансија за кинеску валуту једнако употребљава и назив (кинески) јуан.

- Увећање употребе јуана на међународном нивоу подстакнуће стабилност међународног монетарног система умањујући ослањање система на једну валуту – долар.⁸³

Кина је у циљу ублажавања последица квантитативних олакшица по САД и одржавања монетарне суверености креирала стратегију маргинализације долара уз истовремено јачање положаја своје валуте на међународном нивоу, стратегију која се заснива на три фронта:

- i. Централни фронт – креирање билатералних валутних своп аранжмана са централним банкама којима би, креирањем понуде алтернативне валуте на светском тржишту утицала на јачање позиције јуана;
- ii. Међународни фронт – дипломатска иницијатива креирања „коалиције вољних“, односно повезивања са другим државама у циљу гласнијег истицања неусклађености положаја долара на међународном нивоу и улоге САД у светској економији. У оквиру тих коалиција би позиција јуана била ојачана креирањем мултилатералних своп аранжмана и „истискивањем“ долара из трансакција партнера;
- iii. „Спољни зид“ стратегије (превентивне мере) – Кина се припрема и за реакцију САД на овакве потезе и „мере одмазде“: кроз депресијацију долара би јуан апресирао, услед чега би дошло до пада кинеске извозне конкурентности. Стратегија подразумева потезе Кине на одржавању стабилности девизног курса јуана у односу на долар.⁸⁴

Сваком од фактора који наводе на анализу питања да ли јуан треба посматрати као конкурента долару или не, али и питању стратегије Кине ка маргинализацији долара посвећен је централни део ове монографије (Главе 3, 4, 5 и 6) у оквиру ког се ова питања детаљно обрађују.

2.3.3. Специјална права вучења

Специјална права вучења (СПВ) представљају врсту допунске девизне резервне активе коју дефинише и којом управља Међународни монетарни фонд. Ова књиговодствена потраживања ММФ је креирао 1969. у циљу решавања проблема ликвидности

83 Katarzyna Twarowska, “Analysis of the Use of the Chinese Renminbi as an International Currency”, in: Khalid S. Soliman (ed.), *Innovation Management and Education Excellence through Vision 2020*, Milan, 2018, p. 6049.

84 Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., pp. 312–313.

Бретонвудског система. Предвиђено је да СПВ постану део девизних резерви држава чланица ММФ-а као допуна те улоге долара. Иницијално су имала исту вредност као један долар, односно као 0.888671g злата. Данас се вредност СПВ обрачунава на основу корпе валута држава значајних учесница у међународној трговини и финансијама, а реевалуацији вредности СПВ се приступа на сваких пет година, како би се осигурало да њихова вредност одсликава уделе валута пропорционално значају држава емитената тих валута у међународним економским односима.⁸⁵

Специјална права вучења у скоријем периоду коришћена су као предлог за креирање нове валуте међународног значаја која би управо била заснована на СПВ. Гласноговорници ове идеје су чланови Комисије Уједињених нација на челу са некадашњим главним економистом Светске банке Џозефом Стиглицом (*Joseph Stiglitz*).⁸⁶ Мање екстремне идеје о томе да се Специјалним правима вучења додели улога коју има долар, а без креирања нове валуте, почињу да привлаче пажњу нарочито након марта 2009. године. Чињеница да је баш тадашњи гувернер кинеске Народне банке Жоу Шаочуан (*Zhou Xiaochuan*) управо изнео овакав предлог има симболички димензију. Његовим обраћањем на самиту Групе 20 (G20) када је ова идеја изнета тежило се истакнути кинеско незадовољство постојећим аранжманима и опредељеношћу Кине мултилатералном систему заснованом на поштовању правила. Поред тога, Жоу је овим имао за циљ и да на индиректан начин упуту критику кинеским званичницима који, будући да се нису довољно ангажовали у потрази за алтернативом долару, нису на пажљив начин управљали својим девизним резервама.⁸⁷

Да ли Специјална права вучења испуњавају почетне предиспозиције за стицање овог статуса? Комитет двадесеторице (*Committee of Twenty*) заправо се и надао таквом уређењу међународног монетарног система у ком ће СПВ имати централну улогу.⁸⁸ Реалност је ипак другачија. Што се тиче званичног нивоа,

85 Више о СПВ видети: International Monetary Fund, *Special Drawing Rights (SDR)*, February 18, 2021. Доступно на: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>, Приступљено: 10.11.2021.

86 Benjamin J. Cohen. "The Future of the Reserve Currencies", op. cit, p. 28.

87 Zhou 2009, према: Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege - The Rise and Fall of the Dollar*, op. cit., pp. 137-143.

88 Комитет двадесеторице, формално познат као Комитет борда гувернера за реформу међународног монетарног система и повезана питања (*The Committee of the Board of Governors on Reform of the International Monetary System and Related Issues*) успоставио је ММФ након укидања конвертибилности долара за злато у циљу скицирања нове међународне монетарне архитектуре након краха Бретонвудског система. Више видети на: World Bank Archives, *Series*

само три државе (Боцвана, Либија и Сирија) користе СПВ као валуту сидра.⁸⁹ Поред ове употребе на званичном нивоу, Шведска је успела давне 1981. да издејствује синдикални кредит у СПВ, али се то догодило само у једном наврату и пример Шведске су следиле још само Ирска и Обала Слоноваче. На приватном нивоу ситуација још мање иде у прилог СПВ. Прво приватно емитовање СПВ донело је како трошкове за емитенте тако и додатне компензације за купце услед неликвидности ових инструмената. Већ постојеће ликвидно тржиште националних валута учинило је трговину СПВ економски неисплативом одлуком.⁹⁰

У најкраћем, Специјална права вучења нису заснована на злату или неком другом стандарду, не могу их користити приватни појединци и њима се не може трговати на приватним тржиштима. Њихова једина сврха је допринос у решавању проблема ликвидности тиме што се могу користити као средства поравнања дугова између држава у случајевима дефицита текућег рачуна.⁹¹ Ипак, не треба занемарити да би креирање већих удела СПВ у девизним резервама имало значајне предности, пре свега у погледу смањивања ризика од промена удела резервних валута у портфолију девизних резерви држава. С друге стране, увођење већих удела СПВ у девизним резервама довео би и до фискалних трошкова државе, а договор око поделе тих трошкова осујећивао је могућност да до оваквог сценарија уопште дође. СПВ би била ефикаснија ако би се формирали директни аранжмани размене са централним банкама у циљу брзог креирања спољне ликвидности. Али такав систем би могао бити формиран и без заснивања на СПВ, кроз систем централизован при ММФ-у који укључује своп аранжмане са централним банкама, чиме би СПВ опет изгубила на значају.⁹²

*

Све тврдње засноване на ставу да је долар већ „осуђен на пропаст“, као што се може видети из досадашњег прегледа, немају

- *Records Relating to the Committee of Twenty and to Two of Its Technical Groups*, February 1972 - May 1974. Доступно на: <https://archivesholdings.worldbank.org/records-relating-to-committee-of-twenty-and-to-two-of-its-technical-groups>, Приступљено: 10.11.2021.

89 Видети: International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, op. cit.

90 Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege - The Rise and Fall of the Dollar*, op. cit., p. 139.

91 Thomas Oatley, *International Political Economy*, op. cit., p. 229.

92 Више видети: Maurice Obstfeld, *The SDR as International Reserve Asset: What Future?*, International Growth Center, London School of Economics and Political Science, March 2011.

емпиријско утемељење. И поред чињенице да долар као доминантна валута може бити критикован и да се тај статус заснива на много нерешених проблема, осим што су бројке и даље на страни долара, такође је битно да и главни конкуренти долару пате од великих недостатака. Евро је „валута без државе“. Специјална права вучења нису прави новац. Јуан опет има доста нерешених питања (која се обрађују у наставку), а која у великој мери успоравају интернационализацију валуте.

Чини се да долар још увек нема задовољавајућу алтернативу. У овом тренутку се једино фрагментисаност и мултиполарност монетарног система може сматрати реалним очекивањем. Фрагментисаност не треба посматрати као неуспех: она сугерише еродирање доминације долара.⁹³ Историјско искуство сведочи о томе да је последњи пут када је успостављена мултиполарна структура међународног монетарног система (у периоду између Првог и Другог светског рата) уследило преузимање улоге доминантне валуте фунти стерлинга од стране долара.

93 Benjamin J. Cohen. "The Future of the Reserve Currencies", op. cit, p. 28.

Глава 3

КИНЕСКИ ЈУАН : КОНКУРЕНТ ИЛИ АЛТЕРНАТИВА ДОЛАРУ?

3. КИНЕСКИ ЈУАН : КОНКУРЕНТ ИЛИ АЛТЕРНАТИВА ДОЛАРУ?

3.1. Савремене функције јуана

Дефицит текућег рачуна САД који је узроковао умањивање улоге долара на глобалном нивоу с једне стране, и импресивно растућа улога Кине у светској економији с друге, подстакла је размишљања о улози коју јуан може стећи у међународном монетарном систему. Ова два фактора навела су поједине ауторе да спекулишу чак и о преузимању улоге долара од стране јуана и да дају предикције у којима је само питање тренутка када ће се то догодити. Иако овакве спекулације (барем још увек) немају емпиријску и научну основу, неминовно растућа улога јуана чини ову валуту у последње време посебно атрактивном за анализу.

Одговор на питање када међународна улога јуана почиње да расте разликује се од аутора до аутора, мада се посебно у том смислу истиче моменат у ком је раст улоге јуана озваничен као циљ кинеске власти, односно објављивање агенде Народне банке Кине (*People's Bank of China*) „Време, пут и стратегије интернационализације ренминбија“ (“*The timing, path and strategies of RMB internationalisation*”) 2006. године. Овом агендом Кина је креирала план за постепено стицање веће моћи и признања јуана у међународном монетарном систему. Олакшана околност свакако јесте чињеница растућег удела Кине у светској економији и међународној трговини, захваљујући чему су креирани подстицаји да кинески трговински партнери, нарочито мале и отворене привреде, све више обрачунавају у фактуришу те трговинске трансакције у јуану, па чак и да се све више у политици управљања девизним курсом своје валуте ослањају на вредност валуте у односу на јуан.⁹⁴

Савремена улога јуана може бити анализирана кроз призму функција које валута има ако ужива статус светске валуте (сумиране Табелом 1.1. у овом раду).⁹⁵

94 Marko G. Malović, “To Be or Renminbi Trend in the Evolution of International Monetary System”, *Industrija* Vol. 42, No. 3, 2014. p. 145.

95 Ову матрицу која се користи за анализу улоге јуана по свакој од наведених димензија у свом раду истакао је Такатоши Ито (*Takatoshi Ito*). Налази у наставку овог поглавља заснивају се на његовој анализи. Више видети: Takatoshi Ito, *The Internationalization of the RMB: Opportunities and Pitfalls*, Council of Foreign Relations, New York, 2011.

3.1.1. Јуан као средство обрачуна

Функција валуте као средства обрачуна може се анализирати утврђивањем обима деноминирања хартија од вредности, нарочито државних и корпоративних обвезница које су предмет прекограничне трговине. У том смислу, запажен је убрзани раст удела обвезница деноминираних у јуану у Хонг Конгу, а овај раст представља узлазни тренд.

На званичном нивоу, валута може имати обрачунску функцију и када се користи за процену вредности друге валуте, што је нарочито случај у системима фиксних девизних курсева. Пре Азијске кризе из 1997. већина азијских држава користиле су долар као валуту сидра. Након кризе, једино је Хонг Конг задржао овај однос са доларом, али у режиму валутног одбора. До 2011. године ниједна држава не користи било коју азијску валуту као валуту сидра, уз изузетак брунејског долара који је (према последње доступним подацима и даље) везан за сингапуршки долар. У последњој деценији јуан постаје валута сидра за неке значајне валуте у региону, поготову за државе ASEAN-а (*The Association of Southeast Asian Nations*). Поред тога, као што је већ поменуто, кинески трговински партнери све више у политици управљања девизним курсом воде рачуна о вредности курса своје валуте у односу на јуан.

Будући да је данас већина држава у неком режиму флексибилног девизног курса, обрачунска функција валуте јавља се када се валута користи у оквиру корпе валута. Свакако најпознатију корпу валута представљају Специјална права вучења ММФ-а, а јуан је од 2015. године укључен у корпу за обрачун вредности СПВ са уделом од 10.92%.

3.1.2. Јуан као средство размене

Функција средства размене неке валуте на приватном нивоу „очитава“ се кроз поравнање трговине и финансијска плаћања. Такође, и званичном нивоу нека држава може користити своју валуту за међународна плаћања, чиме повећава прекограничну употребу своје валуте. Што се тиче јуана, ова валута се све више употребљава у плаћањима међународног карактера. Јуан се употребљава за поравнања трговине „у кешу“ са бројним кинеским трговинским партнерима, махом у региону, као што су Лаос, Мјанмар, Вијетнам; прихватљив је и у Јужној Кореји, у Хонг Конгу и на Тајвану; Непал и Камбоџа су поздравили употребу јуана на свом тржишту, а готово

60% протока на локалном тржишту у Монголији деноминирано је у јуану.

Поравнања трговине у јуану подстакнута су либерализацијом и дерегулацијом прекограничне употребе јуана, праксом која је на почетку била предвиђена само за трговину неких кинеских градова и Хонг Конга. Од тада (2009. године) је дошло до наглог раста у употреби јуана у те сврхе – за шест месеци током 2011. године употреба јуана у поравнању трговине порасла је чак 13 пута. Додатно, растући тренд показују и удели депозита деноминирани у јуану у укупним депозитима у Хонг Конгу.

Званичну употребу јуана као средства размене можемо уочити и кроз креирање валутних своп аранжмана између Народне банке Кине и централних банака других држава. То је пракса отпочета Чанг-Маи иницијативом (*Chiang-Mai Initiative - CMI*), у оквиру које је предвиђено успостављање оваквих аранжмана са државама региона, првенствено ASEAN државама. Данас је ова пракса проширена и Кина успоставља не само билатералне своп аранжмане са државама готово свих региона света, већ и аранжмане мултилатералног карактера.

3.1.3. Јуан као средство очувања вредности

Валута постаје средство очувања вредности уколико хартије од вредности и депозити могу бити деноминирани у тој валути и уколико је допуштено иностраним инвеститорима да таквим ХоВ и депозитима тргују. Контрола тржишта капитала од стране кинеских власти још увек увећава волатилност ових инструмената уколико се њима тргује мимо кинеских граница. Услед таквих препрека умањује се привлачност деноминирања финансијских инструмената у јуану, чиме се смањују шансе овој валути да достигне функцију очувања вредности. Ипак, не треба превидети чињеницу да је Кина успоставила готово у потпуности либерализован режим улазних токова страних директних инвестиција (СДИ) још пре више од 20 година и у значајној мери ублажила административне баријере за излазне токове СДИ још 2011. године (што је резултирало да 33% излазних СДИ у 2012. буде деноминирано у јуану). Веће препреке постоје још у случају портфолио инвестиција и краткорочних токова капитала, али је и питање којим темпом те препреке треба уклањати а да не дође до креирања великог ризика по домаћи финансијски систем.⁹⁶

96 Marko G. Malović, "To Be or Renminbi Trend in the Evolution of International Monetary

На званичном нивоу, валута има улогу средства очувања вредности ако има значајне уделе у девизним резервама држава неемитената. У том смислу, још увек доминантна улога долара се није значајније изменила у последњим деценијама, о чему сведочи структура алоцираних девизних резерви на светском нивоу. То свакако не значи да је јуан „поражен“ на овој димензији. Потребан је дужи период времена да би се структура девизних резерви држава изменила. Свакако охрабрује чињеница да удели јуана константно расту и да сада достижу више од 2% удела у алоцираним девизним резервама.

*

Summa summarum, оцена глобалне улоге јуана може се вршити кроз анализу његове тренутне улоге у међународним финансијама, а на основу удела на различитим аспектима финансијског тржишта.

Удео јуана у алоцираним девизним резервама је 2.25%, што је важан али још увек скроман удео. Па ипак, захваљујући том скромном уделу, јуан је рангиран као пета валута по уделу девизним резервама на светском нивоу – испред су долар, евро, јен и британска фунта стерлинга. Јуан за собом оставља канадски и аустралијски долар и швајцарски франак.⁹⁷

Удели на другим аспектима финансијског тржишта још су скромнији:

- Девизне трансакције: валутна структура ванберзанског (ОТС) девизног промета која бележи дневне просеке на годишњем нивоу указује да је процентуални удео јуана 4% у укупних 200%;⁹⁸

- Међународни банкарски кредити и депозити: статистике бележе само уделе долара, евра и јена. Све остале валуте, укључујући и јуан, имају мале уделе па се у извештајима финансијских институција (попут BIS банке (*Bank for International Settlements*) и Европске централне банке) њихови удели посматрају кумулативно.⁹⁹

System”, op. cit., pp. 148–149.

97 Видети: International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*, op. cit.

98 Видети: Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey - Foreign exchange turnover in April 2019*, Basel, September 2019. Доступно на: https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.htm, Приступљено: 10.11.2021.

99 Видети: European Central Bank, *The international role of the euro*, Frankfurt, June 2020. Доступно на: <https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire202006~81495c263a.en.html#toc6>, Приступљено: 10.11.2021, или: Bank for International Settlements, *Global liquidity: changing instrument and currency patterns*, Basel, September 2018. Доступно на: <https://www.bis.org/publ/>

Такође, примећује се да је по не само овим, него и другим индикаторима улоге јуана у међународним финансијама (депозити у јуану, прекогранично емитовање обвезница деноминираних у јуану) након наглог раста у првој половини 2010-их након 2015. године дошло до благог пада. Чини се да се јуан (још увек?) није доказао у улози главног конкурента долару коју су му многи предвиђали, нарочито у функцији чувара вредности.¹⁰⁰

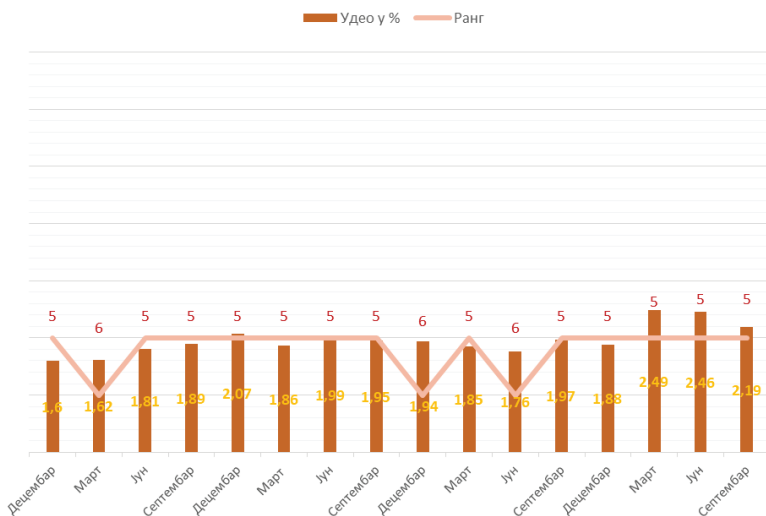
Упркос овоме, ипак постоје разлози да се сачува оптимизам: јуан и даље показује тенденције раста, што се може уочити не само на основу удела у алоцираним девизним резервама, већ и у погледу његове улоге у фактурисању и поравнању међународне трговине. Такође, према подацима са SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) платформе, јуан има пети „шер“ у глобалним плаћањима по вредности (последње доступни подаци за септембар 2021) који износи 2.19%, уз реализацију раста вредности јуанских трансакција од 6.67% у односу на август 2021. године.¹⁰¹ Приказ кретања удела јуана у плаћањима на глобалном нивоу у периоду од децембра 2017. (први доступни подаци о структури плаћања на глобалном нивоу, која бележи податке о плаћањима на домаћим тржиштима и на међународном нивоу кумулативно посматрано) до септембра 2021. (последње доступни подаци) дат је на Графикону 3.1.

qtrpdf/r_qt1809b.htm, Приступљено: 10.11.2021.

100 Eswar Prasad, *Has the dollar lost ground as the dominant international currency?*, Global Economy and Development at Brookings, September 2019, p. 8.

101 SWIFT, *RMB Tracker document centre*, October 2021. Доступно на: <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre>, Приступљено: 10.11.2021.

Графикон 3.1. Кретање удела јуана у плаћањима на глобалном нивоу (величина удела и ранг) (децембар 2017–септембар 2021)



Извор: SWIFT, *RMB Tracker document centre*, October 2021. Доступно на: <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre>, Приступљено: 10.11.2021.

Оно што се може уочити јесте да јен упркос благом паду удела јуана у глобалним плаћањима након марта 2021. године, јуан задржао 5. место, поредећи се са уделима валута других економија. Такође, тај пад удела од 0.3% за посматраних 6 месеци не умањује чињеницу да је у односу на децембар 2017. године дошло до раста номиналне вредности удела јуана у плаћањима на глобалном нивоу са 1.6% на 2.19% колико је овај удео износио у септембру 2021. године. Додатно, подаци показују да 2214 финансијских институција користе јуан за плаћања, а број тих институција је увећан за 11.31% у периоду од две године (јул 2017–јул 2019, од када се ситуација по питању употребе јуана за плаћања од стране финансијских институција према доступним подацима није мењала).¹⁰²

102 SWIFT, *RMB Tracker document centre – Special Edition*, September 2019. Доступно на: <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre?category%5B0%5D=168916>, Приступљено: 10.11.2021.

3.2. Јуан, долар и евро

Претходна поглавља била су посвећена свеукупној оцени структуре међународног монетарног система и идентификацији фактора који су довели до тога да монетарни систем поприми облике које има данас, анализирајући и улоге које разне валуте (укључујући и композитне валуте, попут Специјалних права вучења) имају и како су те улоге стекли. Ово поглавље посвећено је валутама које се идентификују као главни конкуренти у борби за преминацију у међународном монетарном систему – долару, еврџу и јуану (који је последњи стекао статус конкурента). Овде ће бити извршена емпиријска анализа њихове тренутне улоге, посматрајући три димензије: уделе у фактурисању међународне трговине, на девизном тржишту и у (алоцираним) девизним резервама држава.¹⁰³

3.2.1. Фактурисање међународне трговине

Важан критеријум за стицање статуса међународне или резервне валуте јесте удео државе емитента у светској економији и трговинска повезаност са другим привредама. Иако удео у светским трговинским токовима није нужан нити довољан предуслов за стицање оваког статуса валуте, овај удео ипак увећава шансе валуте односне државе за употребу у фактурисању међународне трговине, што јесте битна одредница статуса светске резервне валуте. Ово апострофира и Кругман, који у свом триангуларном моделу валутног фактурисања наводи да ће државе пре користити валуту државе која се у категоријама трговине посматра као велика држава, због фактора економије обима.¹⁰⁴

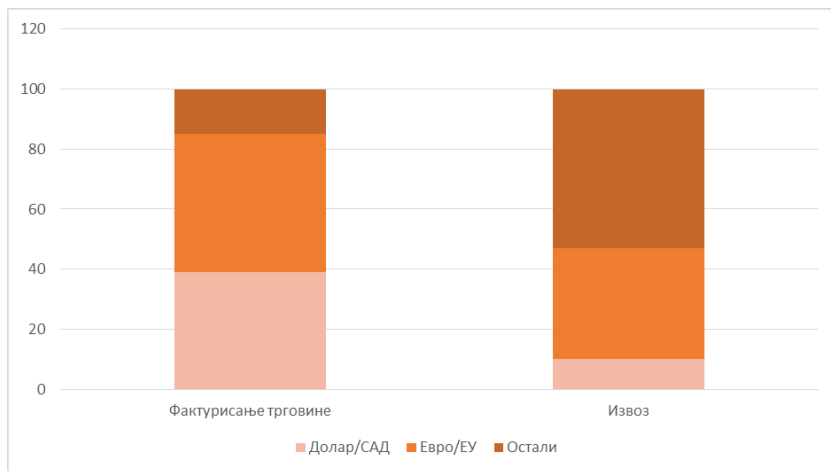
Постојећа валутна структура фактурисања међународне трговине и удели држава у укупном извозу на светском нивоу ипак откривају одређене диспропорције, што је потврђено студијом чије налазе објављује ММФ 2020. године.¹⁰⁵ Графикон 3.1. сумира резултате ове студије:

103 Ове димензије истакао је проф. др Радован Ковачевић. Видети: Radovan Kovačević, „Dolar i evro u međunarodnom monetarnom sistemu“, *Ekonomске идеје и пракса*. 2 (2011), стр. 9–21.

104 Видети: Paul Krugman, *Currency and Crises*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1995.

105 Видети: Emine Boz et al., “Patterns in Invoicing Currency in Global Trade”, *IMF Working Paper No. 20/126*, July 27. 2020. Доступно на: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/07/17/Patterns-in-Invoicing-Currency-in-Global-Trade-49574>, Приступљено: 10.11.2021.

Графикон 3.2. Удели валута у фактурисању међународне трговине и удели емитената тих валута у светском извозу



Извор: Emine Boz et al., “Patterns in Invoicing Currency in Global Trade”, *IMF Working Paper No. 20/126*, July 27, 2020. Доступно на: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/07/17/Patterns-in-Invoicing-Currency-in-Global-Trade-49574>, Приступљено: 10.11.2021.

Велика диспропорција првенствено се очитава у чињеници да, ако изузмемо САД и ЕУ, све државе света имају укупни удео у светском извозу од готово 55%, а да на њихове валуте у фактурисању међународне трговине „отпада“ свега 15%. Удели валута изузев долара и евра у фактурисању трговине су толико занемарљиви да и ова студија чији се примарни циљ састоји у утврђивању образаца при фактурисању међународне трговине свој фокус ставља искључиво на долар и евро, посматрајући уделе осталих валута кумулативно. Још једна значајна диспропорција може се уочити у посматрању удела долара у фактурисању трговине и удела САД у светском извозу који износе 39% и 10%, респективно. Ово се може објаснити историјским разлозима, о чему је више речи било у претходним поглављима: захваљујући растућој улози америчке економије након Другог светског рата и улози долара у Бретонвудском систему, долар је постао неприкосновен не само у трговини САД са остатком света, него и за фактурисање међународних трговинских токова у којима САД нису учествовале. Упркос паду употребе долара за ове сврхе након Азијске кризе и настанка евра, долар ипак и данас задржава примат у међународним трговинским трансакцијама. С друге стране, значај евра потврђен је не само кроз трговинске

транзакције унутар Еврозоне. Временом је све више држава чланица Европске монетарне уније почело да употребљава евро за фактурисање извоза и према нечланицама. Растући удели евра у фактурисању међународне трговине прате растући значај Еврозоне у трговинским трансакцијама, али у појединим сегментима трговине супрематија долара још увек није угрожена. То је пре свега трговина енергентима – нафтом, природним гасом, али и другим сировинама, за чију трговину чак и државе Еврозоне користе долар као валуту фактурисања.

Што се тиче јуана, упркос малог удела на глобалном нивоу, важно је приметити да је његов значај у фактурисању интензивирао од почетка 2010-их, махом због фактора попут ценовне компаративне предности кинеског тржишта за нерезидентне купце, веће сигурности од ризика волатилности девизног курса за кинеске ентитете услед политике фиксног девизног курса, а оно што се нарочито изменило након 2010-их јесте повећање ефикасности у управљању токовима новца и снижавање трансакционих трошкова како за резиденте тако и за нерезиденте.¹⁰⁶ Према последње доступним подацима Народне банке Кине, 2019. годину обележила је реализација 19,67 билиона прекограничних поравнања у јуану, што представља раст од 24.1% у односу на претходни посматрани период (2017–2018).¹⁰⁷ Међународни монетарни институт (*International Monetary Institute*) и кинески Ренмин универзитет (*Renmin University of China*) дају и још новије податке, истичући да је у 2020. години дошло до раста употребе јуана за прекогранична поравнања трговине од 730 милијарди јуана у односу на 2019. годину, услед чега је просечна годишња стопа раста овакве употребе јуана достигла 13%, дакле већу вредност од просечне годишње стопе раста кинеског увоза и извоза.¹⁰⁸ Овде је место за важну напомену. У начелу се валута фактурисања и поравнања трговинских трансакција не разликују, и када се јуан користи као валута поравнања инострани актери не постављају питање која валута се користи за фактурисање трговине, претпостављајући да је опет у питању јуан. Међутим, није увек тако.

106 Malhar S Nabar and Camilo E. Tovar, "Chapter 9. Renminbi Internationalization", in: W. Raphael Lam, Markus Rodlauer, and Alfred Schipke (eds.), *Modernizing China - Investing in Soft Infrastructure*, International Monetary Fund, 2017, p. 252.

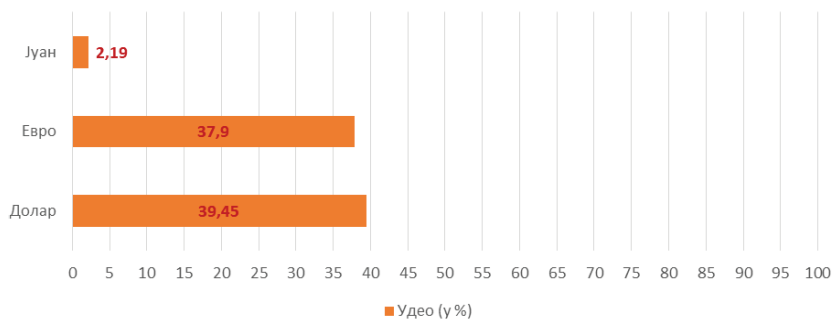
107 The People's Bank of China, *RMB Internationalization Report*, PBC, Beijing, 2020. Доступно на: <https://www.caixinglobal.com/upload/PBOC-2020-RMB-International-Report.pdf>, Приступљено: 10.11.2021.

108 International Monetary Institute and Renmin University of China, "RMB Internationalization Report 2021--The New Development Pattern of Dual Circulation and Currency Internationalization", No. 2101[EN] Research Report, July 2021. Доступно на: <http://sf.ruc.edu.cn/21-03-10.pdf>, Приступљено: 10.11.2021.

Штавише, примећује се да у већини случајева када се јуан користи за поравнања, нека друга валута се употребљава за фактурисање. Зашто је ово важно? Докле год се јуан користи за поравнања, и тако одлази мимо граница Кине, они који се баве надзором над спровођењем стратегије интернационализације јуана не постављају питање валуте фактурисања. Али када је увоз и даље деноминираан у доларима, употреба јуана за плаћања трговине не значи велики успех на путу ка интернационализацији, јер такве околности могу да подстакну „опкладе“ на ап्रेसијацију јуана чиме може доћи до шпекулативних токова капитала.¹⁰⁹

У плаћањима на глобалном нивоу долар је и даље на првом месту, али је разлика између долара и евра у периоду од септембра 2019. до септембра 2021. и више него преполовљена (40.51% и 32.77% у септембру 2019, а 39.45% и 37.90% у септембру 2021, респективно), тако да сада износи нешто више од 1.5%. Јуан је у истом посматраном периоду задржао пету позицију, уз раст удела са 1.95% на 2.19% у периоду септембар 2019–септембар 2021. Иако је према извештајима SWIFT платформе у априлу 2021. године пао на шесту позицију јер га је „претекао“ канадски долар, јуан је поново вратио своје место у хијерархији валута у глобалним плаћањима након априла 2021. године.

Графикон 3.3. Удели јуана, евра и долара у глобалним плаћањима (септембар 2021)

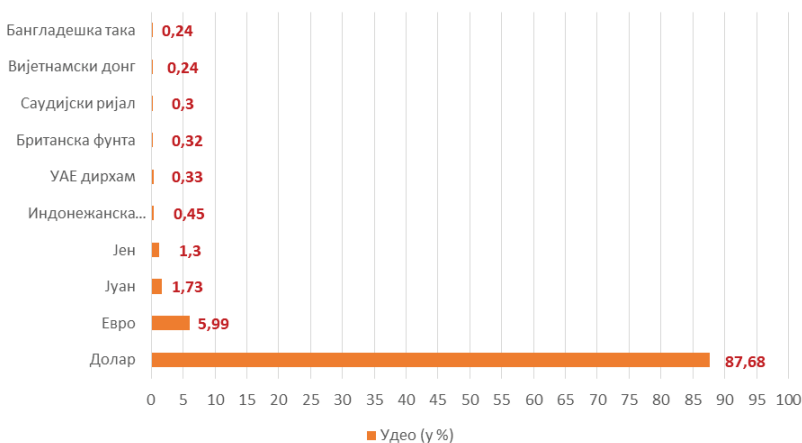


Извор: SWIFT, *RMB Tracker document centre*, October 2021. Доступно на: <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre>, Приступљено: 10.11.2021.

109 Yu Yongding, “Revisiting the Internationalization of the Yuan”, op. cit., p. 239.

Приказ процентуалних удела валута у плаћањима међународне трговине ипак даје другачију слику и приказује очигледну доминацију долара у односу на све остале валуте на овој димензији:

Графикон 3.4. Процентуални удели валута у финансирању међународне трговине (септембар 2021)



Извор: SWIFT, *RMB Tracker document centre*, October 2021. Доступно на: <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre>, Приступљено: 10.11.2021.

Може се приметити да у финансирању међународне трговине у септембру 2021. године скромне, али ипак довољне, уделе да би се нашли на „ранг листи“ валута остварују валуте земаља у развоју (Индонезија, Уједињени Арапски Емирати, Саудијска Арабија, Вијетнам, Бангладеш), док неке традиционално заступљене валуте на девизном тржишту и у девизним резервама држава или имају изненађујуће мале уделе (попут фунте стерлинга) или су њихови удели толико занемарљиви да се нису ни нашле на листи десет највише употребљаваних валута за финансирање међународне трговине (попут швајцарског франка, канадског и аустралијског долара). Наравно, валутна структура међународне трговине мења се у зависности од тренутног тренда трговинских трансакција на глобалном нивоу (могу се уочити промене на месечном нивоу које бележи и SWIFT), али ова статистика је важна потврда значаја растућих економија у међународној трговини и економским трансакцијама уопште посматрано. Такође, колико год се чинило да је удео јуана, номинално посматрано, мали, не може се порекнути чињеница да је јуан трећа по уделу валута у финансирању међународне трговине.

Од тога да ли ће одређена валута бити коришћена као валута фактурисања и поравнања трговине зависи и употреба те валуте у међународним финансијским трансакцијама. Ако посматрамо ове три валуте, доларска супериорност заснива се не само на уделу америчке економије у светским економским токовима, већ и на широком поверењу инвеститора у ову валуту, услед чега долар ужива статус истинске глобалне валуте која се употребљава у трансакцијама широм света. Употреба евра више је везана за европске земље, али растући удели евра у фактурисању и поравнању трговине одсликавају улогу Еврозоне у светској економији. Што се тиче јуана, његова улога фактурисања и поравнања трговине не прати кинески глобални значај у међународној трговини. Међутим, управо значај Кине на глобалној трговинској сцени указује на потенцијал који јуан има, а реализација овог потенцијала свакако је условљена стицањем већег поверења тржишних учесника у ову валуту.¹¹⁰

3.2.2. Девизно тржиште

Будући да растуће економије имају све већу улогу у глобалним финансијама, све више међународних финансијских трансакција врши се на бази директне конверзије валута без укључивања долара или неке друге резервне валуте као посредничке валуте. Стога је испитивање удела валуте у девизном промету добар индикатор потенцијала неке валуте да стекне статус посредничке валуте (*vehicle currency*), односно да се употребљава за обрачун међународних плаћања.¹¹¹

110 Katarzyna Twarowska, "Analysis of the Use of the Chinese Renminbi as an International Currency, op. cit, pp. 6057-6058.

111 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., p. 155.

Табела 3.1. Валутна структура ванберзанског (ОТС) девизног промета (дневни просеци у милијардама USD и процентуални удели): удели долара, евра и јуана

Валута	2001			2004			2007			2010			2013			2016			2019		
	Износ	%	Ранг	Износ	%	Ранг	Износ	%	Ранг	Износ	%	Ранг	Износ	%	Ранг	Износ	%	Ранг	Износ	%	Ранг
US долар	1114	90	1	1702	88	1	2845	86	1	3371	85	1	4662	87	1	4437	88	1	5824	88	2
Евро	470	38	2	724	37	2	1231	37	2	1551	39	2	1790	33	2	1590	31	2	2129	32	2
Јуан	0	0	35	2	0	29	15	0	20	34	1	17	120	2	9	202	4	8	285	4	8

Напомена: Будући да девизне трансакције подразумевају учешће две валуте, процентуални удео је приказ у укупних 200%. Посматран је период 2001-2019. да би се могао посматрати и удео евра (који није био део промета на ванберзанском девизном тржишту до 2001). Будући да је Банка за међународна поравнања најкредибилнија за податке о девизном тржишту, коришћени су подаци из извештаја које ова банка објављује на сваке три године. Последњи такав извештај је из 2019. године и бележи податке закључно са априлом 2019.

Извор: Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey - Foreign exchange turnover in April 2019*, Basel, September 2019. Dostupno na: https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.htm, Pristupljeno: 10.11.2021.

Табела 3.1. даје преглед валутне структуре девизног промета према дневним просецима у милијардама USD и у процентуалним уделима, а на основу података Банке за међународна поравнања. Према извештају ове банке, долар је и даље задржао статус доминантне носеће (посредничке) валуте и налази се на једној страни 88% девизних трансакција. Осим тога, остале валуте са традиционално највећим уделима (евро, јен, фунта стерлинга, аустралијски и канадски долар и јуан) нису претрпеле значајније промене својих удела у односу на претходни извештај ове банке из 2016. године. Девизни промет у еврима, као и у доларима, ако посматрамо номиналне износе у милијардама USD је такође порастао, с тим што је долар задржао готово исти процентуални удео као 2016, док је девизни промет у еврима скромно увећан за

један процентуални поен (са 31% на 32%).

Што се тиче јуана, посебно је занимљиво проучавати ову валуту у временским серијама. Наиме, јуан се у статистици BIS банке појављује тек 1998. године, иако до 2004. године није достигао ни вредност од 1 милијарде USD. Оно што се може уочити јесте импозантан раст удела јуана у девизном промету захваљујући ком је са 35. места које је заузимао 2001. године достигао 8. место 2016. и тај ранг задржао и у 2019. години. Занимљив је и податак да се долар налази на другој страни готово 95% јуанских трансакција. Посматрано по регионима, може се уочити да јуан има највеће учешће у девизном промету у Азији, остварује мале али растуће уделе у Европи, а најгоре се котира на девизном тржишту у Северној Америци.¹¹²

Дакле, иако је удео јуана скроман (4% у укупних 200% девизног промета), растући номинални износи и импозантан скок на „ранг-листи“ валута у девизном промету за мање од 20 година, уз успоравање (у појединим тренуцима и стагнирање па чак и пад) удела долара и евра у трансакцијама на девизном тржишту свакако су разлози за оправдани оптимизам.

3.2.3. Девизне резерве

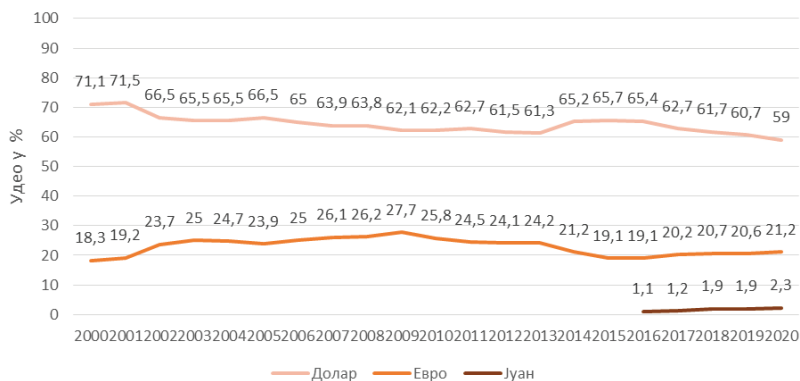
Најверодостојнији извор података за величину и структуру девизних резерви јесте Међународни монетарни фонд, који преглед ових података даје у оквиру извештаја о валутној структури девизних резерви познатим као COFER (*Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*). Ипак, ни овај извештај није потпун, а највећу методолошку препреку представља чињеница да неке државе приликом подношења извештаја о својим девизним резервама не саопштавају валутну структуру резерви, наводећи да је то поверљива информација. Услед тога и у самом извештају разликују се алоциране (девизне резерве са познатом валутном структуром) и неалоциране резерве.

У последњих двадесет година дошло је до повећања прецизности извештаја ММФ-а о девизним резервама, јер је у том периоду удео алоцираних резерви порастао са 70.8% колико је износио 2000. године на 93.5% 2020. године. Кључно објашњење лежи у чињеници да од 2014. године и Кина, а неке друге економије

112 Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey - Foreign exchange turnover in April 2019*, op.cit.

и пре тога, у својим извештајима ММФ-у изнесе и валутну структуру својих девизних резерви.¹¹³

Графикон 3.5. Процентуални удео долара, евра и јуана у алоцираним резервама на светском нивоу, 2000–2020.



Извор: International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*. Доступно на: <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4&slId=1408243036575>, Приступљено: 10.11.2021.

Посматрајући структуру девизних резерви у временском интервалу након 2000. године, могу се уочити три битна момента:

1. У години непосредно пре глобалне финансијске кризе удео долара у девизним резервама износио је 63.9%. За последњи квартал 2020. године бележи се удео долара од 59%, што је пад од готово 5 процентуалних поена, упркос расту реализованом 2014. и 2015. године;
2. Од 2007. године удео евра опао је за готово 6% (са 26.1% на 21.2%), мада се након 2016. може уочити благи раст;
3. Почевши од 2016. године, удели јуана су у константном расту, и у последњем кварталу 2020. јуански удео у девизним резервама је достигао 2.3%.

Посебно је занимљива анализа удела долара након 2013. године. Након што је у периоду 2009–2012. удео долара био на стабилних 61–62%, након 2013. удели расту до нивоа од 66% за први квартал 2015. Међутим, са 66% у првом кварталу 2015. долази до стрмоглавог пада од 7% до краја 2020. године, што је заправо и већи пад од пада удела посматрано за период 2007–2020. Све ово

113 Eswar Prasad, *Has the dollar lost ground as the dominant international currency?*, op. cit., p. 2.

наводи поједине ауторе на закључке да доминација долара полако, али сигурно бледи.¹¹⁴

С друге стране, не треба „трчати пред руду“ у закључцима при анализи пада евра који би као доминантни узрок овог негативног кретања истакли пад поверења у евро због кризе суверених дугова. Иако су и глобална финансијска и криза Еврозоне свакако утицале на пад удела евра у девизним резервама, треба имати у виду да је на уделе свих валута након 2015. године утицала измењена пракса држава које почињу пријављивати валутну структуру својих девизних резерви. Ово је нарочито битно за евро који, осим због ефеката криза, губи на уделима и због чињенице да је, уз неке друге државе, и Кина такође почела да пријављује састав својих резерви, а познато је да у кинеским девизним резервама доминира долар.¹¹⁵

*

Уопште узевши, како се могу оценити улоге ових валута на међународном нивоу?

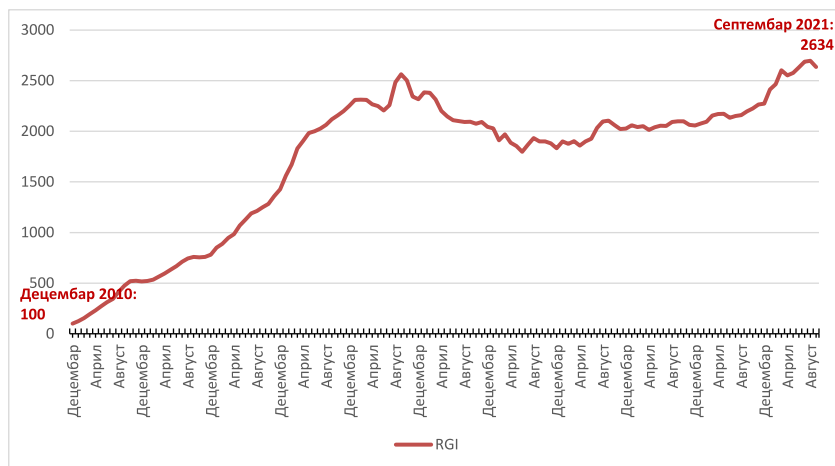
Ако говоримо о јуану, један од индикатора на основу којих се могу пратити промене значаја јуана јесте индекс глобализације јуана (*RMB Globalization Index – RGI*). Овај индекс користи се за процену прекограничне употребе јуана на основу четири показатеља (депозити мимо Кине деноминирани у јуану, поравнање трговине и друга међународна плаћања у јуану, обвезнице мимо Кине деноминирани у јуану и девизни промет у јуану). Вредности овог индекса указују на то да је у пређашњем периоду дошло до раста употребе јуана на међународном нивоу. Ипак, тај раст је након 2009. махом подстакнут улогом у поравнању међународне трговине и у директном инвестирању. Када је реч о другим финансијским инструментима и о девизним резервама, иако постоји раст, још увек се ради о раној фази напредовања на овим димензијама.¹¹⁶ Упркос томе, по вредностима овог индекса може се уочити значајан напредак у односу на почетну тачку мерења – децембар 2010. године, када је британска банка “Standard Chartered” и почела да прати степен глобализације јуана, креирајући овај индекс и дајући овом индексу вредност 100 у почетној тачки праћења његовог кретања. Кретање индекса глобализације јуана дато је на Графикону 3.6.

114 Исто.

115 Barry Eichengreen, Arnaud Mehl and Livia Chițu, *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*, op. cit., p. 178.

116 Malhar S. Nabar and Camilo E. Tovar, “Chapter 9. Renminbi Internationalization”, op. cit., p. 258.

Графикон 3.6. Индекс глобализације јуана (децембар 2010 – септембар 2021)



Извор: Standard Chartered, *Renminbi tracker: How global is the renminbi?* Доступно на: <https://www.sc.com/en/trade-beyond-borders/renminbi-globalisation-index/>, Приступљено: 10.11.2021.

Напомена: Од 2017. године се као индикатор за зарачунавање индекса користи још један параметар - инострано власништво над активом на домаћем тржишту, како би се указало на растуће присуство иностраног власништва на тржишту унутар Кине.

На основу кретања индекса глобализације јуана може се изнети више важних закључака. Прво, ако се посматра вредност овог индекса у почетним тренуцима праћења његове вредности и вредност према последње доступним подацима, уочава се раст ове вредности за чак 26 пута. Надаље, кретање RGI потврђује тврдње о паду улоге јуана у међународним финансијама у 2014. и 2015. години. Па ипак, иако је вредност овог индекса пала са 2563 у септембру 2015. године (што представља и *peak* дотада посматраног периода) на 1797 у јуну 2016. године, након јуна 2016. овај тренд пада је преокренут и од тада се за готово сваки посматрани месец може уочити раст вредности индекса глобализације јуана. Тај тренд раста је толико изражен да је у августу 2021. забележена највиша вредност овог индекса у читавом посматраном периоду – 2696. У најкраћем, период пада вредности RGI који је трајао мање од једне календарске године није угрозио резултате процеса интернационализације јуана постигнуте у петогодишњем периоду пре овог пада. Додатно, у петогодишњем периоду након пада вредности индекса глобализације јуана вредност овог индекса стабилно расте. Све ово заједно потврђује став аутора

о томе да процес интернационализације јуана има растући тренд.

Што се тиче евра, не треба да изненађује чињеница да је криза угрозила позиције ове валуте ако се има у виду да се међународна употреба валуте заснива не само на дубоким и ликвидним финансијским тржиштима емитента, већ и на поверењу у валуту. Предузимање политичких мера у циљу стабилизације потпомогло је повратку сигурнијим основама у неким аспектима међународне употребе валуте (попут стабилизације удела у глобалним девизним резервама на око 20%). Међутим, чини се да у неким другим аспектима евро и даље наставља да губи на значају (барем када се ради о употреби на међународном нивоу).¹¹⁷

На крају, шта преостаје рећи за долар? Долар је у другој половини 20. века био доминантна валута по свим индикаторима. Већ увођењем евра и последичним смањивањем удела долара у девизним резервама било је јасно да је његов монопол угрожен. Данас се све више држава и институција одлучује да не користи долар за поравнање својих трговинских трансакција, чиме се додатно угрожава статус долара као доминантне светске резервне валуте.¹¹⁸ Чињеница да и Еврозона подстиче диверзификацију девизних резерви додатно уводи јуан у игру. Поједини аутори наводе да ће, иако се не зна ко ће стећи главну улогу на међународној монетарној сцени, будућност свакако бити обележена борбом за титулу главне валуте не између долара и евра, него између долара и јуана.¹¹⁹

3.3. Недојаци јуана као светске резервне валуте

Упркос томе што све до сада изнете чињенице потврђују да је оптимизам због растуће улоге јуана оправдан у категоријама његове могућности за стицање значајнијег статуса у будућем периоду, проспекти јуана могу бити угрожени инхерентним препрекама кинеског финансијског система. Идентификација тих препрека била је неопходна у моментима креирања стратегије интернационализације јуана, али и поред тога што та стратегија подразумева унапређивање перформанси у подручјима која су идентификована као нескладна са циљем подстицања важности јуана у међународном финансијском систему и тога што се не може негирати да је извешан напредак реализован, још увек се не може рећи да је Кина отклонила све

117 Barry Eichengreen, Arnaud Mehl and Livia Chiù, *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*, op. cit., p. 179.

118 Jeffrey Yi-Lin Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op. cit., p. 502.

119 Исто, p. 221.

препреке ефективном јачању улоге јуана на глобалном нивоу.

Артур Кроебер (*Arthur Kroeber*) наводи да су два основна разлога зашто још увек не постоји тражња за дужничким инструментима деноминираним у јуану у оном обиму као што је то случај са овим инструментима деноминираним у долару: 1) чињеница да и стране и кинеске компаније могу сав новац који им је потребан добити по сниженим нетржишним стопама од домаћих банака или већ имају предузећа у Кини која генеришу стабилне токове новца који су обично довољни за њихове потребе и 2) то што стране компаније у овом тренутку немају другу сврху инструмената деноминираним у јуанима осим повратног инвестирања у Кину.¹²⁰

Генерално посматрано, препреке јачању улоге јуана могу се поделити на оне интерне и екстерне природе. Унутрашње препреке пре свега потичу од потреба за реформом домаћег финансијског система и проблемима управљања, односно недостатка демократских капацитета, док се као спољашња ограничења наводе проблеми подстакнути кинеском политиком девизног курса и мрежне екстерналије.¹²¹

Што се тиче унутрашњих препрека, на плану финансијских реформи неопходно је радити на умањивању административних баријера, ширењу и продубљивању банкарског и финансијског сектора, као и креирању тржишта деривата у циљу увећавања могућности мултинационалних компанија да управљају токовима новцем. Додатно, потребна је либерализација каматних стопа и подизање нивоа конкурентности банкарског система, а посебна је потребна либерализација тржишта капитала и умањивање регулаторног притиска над овим аспектом финансијског тржишта. Без свих ових реформи јуан остаје *de facto* неконвертибилна валута, чиме се његова прекогранична употреба ограничава искључиво на државе у региону. Друга врста унутрашње препреке односи се на одсуство владавине права и институционалне транспарентности, оба фактора која умањују поверење иностраних инвеститора у стабилност макроекономских политика, чиме се утиче на привлачност валуте.¹²²

Када се ради о спољашњим ограничењима, најпре је ту реч о угрожавању монетарне стабилности могућим растом инфлације због успоравања економског раста и политиком девизног курса

120 Arthur Kroeber, "China's Global Currency: Lever for Financial Reform", *Brooking Papers-Tsinghua Center for Public Policy, Monograph Series No. 3*, February 2013, p. 37.

121 Овакав преглед ограничења интернационализације јуана нуди Марко Г. Маловић. Више видети: Marko G. Malović, "To Be or Renminbi Trend in the Evolution of International Monetary System", *op. cit.*

122 Исто, pp. 152–153.

која може подстаћи спекулативне токове капитала. Мрежне екстерналије односе се на факторе инерције, односно тенденцију тржишних актера да за своје трансакције као носећу валуту и даље употребљавају долар.¹²³

Овакве теоријске тврдње добијају своје емпиријско утемељење и кроз уочавање да је након почетног замајца у периоду после 2015. дошло до благог пада улоге јуана по готово свим индикаторима. Од средине 2014. могло се приметити успоравање економског раста Кине што је проузроковало пад поверења инвеститора у стабилност кинеског финансијског тржишта. Да ствари буду још горе, погрешни потези централне банке Кине у настојањима промене управљања вредношћу јуана додатно су подстакли покренуту трајекторију пада. Намера Народне банке Кине да у већој мери препусти девизни курс јуана тржишним силама интерпретирана је као покушај девалвирања валуте у циљу подстицања извоза. Ово је довело до одлива капитала и депресијације валуте, због чега су кинески монетарни званичници поново увећали контролу токова капитала. Садејство увећане контроле капитала, депресијацијских притисака на валуту и одсуство финансијских реформи умањило је ефекте почетних успешних корака у јачању међународне улоге валуте.¹²⁴

У начелу, препреке јуану у задобијању значајнијег статуса на међународном нивоу у највећој мери потичу од огромног регулаторног присуства државе у кинеској економији. Да би се могло било шта очекивати од јуана у будућности, потребне су озбиљне промене: либерализација тржишта капитала, промене у политици управљања девизним курсом у циљу подстицања ефикасности финансијског тржишта. Неопходно је креирање дубоког и ликвидног тржишта новца и тржишта капитала, са посебним нагласком на тржиште обвезница.¹²⁵

Наравно, не треба негирати ни све успешне подухвате кинеских званичника у спровођењу стратегије стицања већег међународног статуса јуана. То не значи да треба сматрати да је њихов посао завршен, већ да на идентификованим предиспозицијама међународне улоге јуана треба континуирано радити.

Наредне две главе посвећене су управо анализи досадашњих резултата и подробнијој полемици о предиспозицијама јуана као светске резервне валуте.

123 Исто, pp. 153–156.

124 Eswar Prasad, *Has the dollar lost ground as the dominant international currency?*, op. cit., p. 8.

125 Katarzyna Twarowska, "Analysis of the Use of the Chinese Renminbi as an International Currency", op. cit., p. 6062.

Глава 4
ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИЈА
ЈУАНА – РАСТ
МЕЂУНАРОДНЕ УЛОГЕ
ИЛИ ПРОЦЕС БЕЗ КРАЈА?

4. ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИЈА ЈУАНА – РАСТ МЕЂУНАРОДНЕ УЛОГЕ ИЛИ ПРОЦЕС БЕЗ КРАЈА?

Ставови аутора о извесности јуана који претиче долар на позицији доминантне светске валуте заснивају се на чињеници да су премисе јачања улоге јуана не само величина кинеске економије већ и политички подстицаји, односно очигледна намера Кине да интернационализује јуан.

Уопште говорећи, процес интернационализације валуте подразумева ширење домена, односно територије опција да се валуте мимо јурисдикције државе која ту валуту емитује. Интернационализација валуте повећава корисност валуте у свим њеним функцијама. Ток интернационализације валуте углавном подразумева да се испрва повећава употреба те валуте у приватном сектору, а након тога и у јавном.¹²⁶

Историјски посматрано, интернационализација валута углавном није праћена проактивном политиком званичника држава емитената, већ подстакнута искључиво тржишним силама, односно растом глобалне тражње за датим валутама.¹²⁷ Штавише, већина држава је покушала да се одупре притиску за интернационализацијом своје валуте. Интернационализација јена извршена је уз америчке притиске који су довели до креирања стратегије интернационализације са циљем либерализације јапанског тржишта капитала. Чини се да се још увек не може уочити успешан пример интернационализације са унапред дефинисаном стратегијом. У Јапану интернационализација није извршена уз резултате који су очекивани. Немачка је успела да интернационализује евро, али на уштрб своје валуте – немачке марке.¹²⁸

Без обзира на то да ли је интернационализација била намеравани или ненамеравани циљ, оно што одликује претходне епохе јесте и чињеница да је интернационализација валуте била резервисана искључиво за напредне економије. У последњих 20 година дошло је до промене ове „конвенције“ захваљујући чињеници

126 Benjamin J. Cohen, *Currency Power - Understanding Monetary Rivalry*, op. cit., pp. 9–10.

127 Ипак, Ајхенгрин (*Barry Eichengreen*) и Фландро (*Marc Flandreau*) се не слажу са овим, сматрајући да је интернационализација увек подстакнута директно или индиректно од стране државе емитента валуте. Више видети: *Barry Eichengreen and Marc Flandreau, "The rise and fall of the dollar (or when did the dollar replace sterling as the leading reserve currency?)," European Review of Economic History* 13 (3), 2009, pp. 377–411.

128 Yu Yongding, "Revisiting the Internationalization of the Yuan", op. cit., p. 237.

да је напредак земаља у развоју довео до настанка новог феномена – интернационализације валута растућих економија. Међу овим валутама које имају све већи значај, јуан свакако има највећи потенцијал.¹²⁹

Интернационализација јуана званично је прокламована као циљ Кине у већ поменутој агенди Народне банке Кине (*People's Bank of China*) „Време, пут и стратегије интернационализације ренминбија“ (*“The timing, path and strategies of RMB internationalisation”*) 2006. године.¹³⁰ Према Франкелу (*Jeffrey Frankel*), „тако јасна и свеобухватна политика промоције интернационализације валуте историјски је без преседана“.¹³¹ Почетни кораци агенде подразумевали су дозволе извозницима да фактуришу прекограничне трансакције у јуану, постепено отварање улазних токова капитала првенствено кроз улазне стране директне инвестиције на кинеско тржиште, креирање валутних своп аранжмана са централним банкама и допуштање деноминирања депозита у јуану на територији Хонг Конга. Ови почетни кораци су учињени у режиму девизног курса који је подразумевао стриктно управљање девизним курсом јуана у односу на долар.¹³² Ипак, треба имати у виду да је примарна мотивација кинеских званичника при интернационализацији јуана заправо била умањивање зависности од долара. Уврежено је мишљење према ком је ослањање на долар као валуту фактурисања и поравнања трговине штетило кинеском извозу. Мотивација за интернационализацијом јуана нашла се и у томе што би коришћење јуана као валуте инвестирања смањило ризик девизног курса за кинеске фирме.¹³³

129 Katarzyna Twarowska, „Analysis of the Use of the Chinese Renminbi as an International Currency, op. cit, p. 6049.

130 Иако је интернационализација јуана званично прокламована као циљ у поменутој стратегији, у ширем контексту посматрано, може се закључити да је Кина и знатно раније предузимала кораке ка интернационализацији своје валуте. Примера ради, процеси испуњавања Клаузуле VIII Статута ММФ-а и реформе режима девизног курса (оба процеса десила су се током 1990-их) били су важан импулс процесу интернационализације јуана. Ипак, ти и други реформски процеси не могу се посматрати изоловано од општег контекста креираног применом политике реформи и отварања кинеске привреде, односно политике „социјалистичке модернизације“ чији су темељи постављени на Трећем пленуму Централног комитета Комунистичке партије Кине у децембру 1978, а које је иницирала реформаторска група на челу са Денг Сјаопингом (*Deng Xiaoping*). Више о политикама реформи и отварања видети у: Драгана Митровић, *Кинеско економско чудо: прва декада реформи 1978-1988*, Институт за политичке студије, Београд, 2008.

131 Према: Jeffrey Frankel, „Historical Precedents for the Internationalization of the RMB”, Paper prepared for workshop organized by Council on Foreign Relations and China Development Research Foundation, Beijing, November 1. 2011.

132 Agnès Bénassy-Quéré и Yeganeh Forouheshfar “The Impact of Yuan Internationalization on the Euro-Dollar Exchange Rate”, CEPII Working Paper 2013-14, p. 4.

133 Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense*

Додатно, након глобалне финансијске кризе и депресијације долара забринутост због ослањања на долар је подстакнута и чињеницом да је долар у потпуности доминантан у валутној структури кинеских девизних резерви, а да би због депресијације долара могло доћи до пада вредности тих резерви. Очекивало се да ће ефекат интернационализације бити и смањење девизних резерви, чији је удео у укупним светским резервама у периоду од 1990-их до средине 2010-их увећан са 3.4% на готово 25% у датом периоду.¹³⁴

Сагледано у целости, користи и трошкови интернационализације валуте по државу емитента, посматрано према свакој од три најважније функције које валута има на званичном и приватном нивоу дати су Табелом 4.1.

Табела 4.1. Користи и трошкови интернационализације валуте

	Приватни сектор	Званични сектор
Обрачунско средство	<p>1. Фактурисање међународне трговине</p> <p>Умањивање ризика девизног курса при увозу и извозу</p> <p>2. Деноминирање финансијских инструмената</p> <p>Креирање дубљег и ефикаснијег финансијског тржишта</p>	<p>1. Употреба валуте као валуте сидра или укључивање у корпу валута за обрачун девизног курса друге валуте</p> <p>Политички престиж; али без могућности унилатералне девалвације валуте када је то потребно</p> <p>2. Укључивање у корпу СПВ валута</p> <p>Политички престиж</p> <p>3. Деноминирање обвезница државног дуга</p> <p>Смањивање трошкова позајмљивања без ризика девизног курса; али могућност претераног задуживања</p>

through Systemic Thinking, op.cit., p. 463.

134 International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*, op. cit.

Средство размене (поравнања)	<p>1. Тржишне трансакције</p> <p>2. Плаћања и поравнања трговине</p> <p>3. Плаћања финансијских трансакција</p> <p>Дужници из државе емитента могу избећи ризике ликвидности;</p> <p>Дужници и зајмодавци из државе емитента могу уштедети трошкове девизних трансакција за потребе плаћања прекограничних трансакција</p>	<p>1. Увећавање прекограничног протока валуте</p> <p>Сењоража</p> <p>2. Државне официјалне трансакције</p> <p>Званичне кредитне линије без захватања у званичне резерве</p> <p>3. Свop аранжмани са централним банкама других држава</p> <p>Званична асистенција другим државама без захватања у званичне резерве</p> <p>4. Употреба валуте као интервенишуће валуте</p> <p>Олакшана процедура интервенисања на девизном тржишту</p>
Чувар вредности	<p>1. Прекогранични депозити</p> <p>2. Прекограничне инвестиције у хартије од вредности</p>	<p>1. Удео валуте у девизним резервама других држава</p>

Извор: Takatoshi Ito, *The Internationalization of the RMB: Opportunities and Pitfalls*, Council of Foreign Relations, New York, 2011.

Да би Кина стекла ове користи захваљујући статусу своје валуте, потребно је да на путу интернационализације јуана реши извесне проблеме који креирају препреке за стицање статуса већег значаја на међународном нивоу. Стратегија интернационализације посебан нагласак ставља на следеће подухвате у оквиру процеса интернационализације јуана (уз очекивања да ће ови потези допринети решавању проблема са којима се Кина суочава при интернационализацији):

- Укључивање јуана у корпу за обрачун Специјалних права вучења;
- Креирање валутних своп аранжмана са централним банкама других држава;
- Успостављање посебног статуса јуана у Хонг Конгу.

Наредна поглавља посвећена су сваком од ових подухвата.

4.1. Укључивање јуана у корпу валута за обрачун Специјалних права вучења

Специјална права вучења (*Special Drawing Rights – SDR*) представљају тзв. композитну валуту креирану 1960-их година од стране ММФ-а за потребе решавања проблема ликвидности тадашњег међународног монетарног система. Данас, СПВ представљају једну од најупечатљивијих карактеристика функционисања ММФ-а и међународног монетарног система уопште. Вредност СПВ зарачунава се на основу тзв. корпе валута коју чине валуте изабране по посебним критеријумима. У најопштијем смислу, корпа за обрачун СПВ састоји се од валута које су емитоване од стране неке чланице ММФ-а (било државе, било монетарне уније) и које се могу слободно употребљавати. Овај термин „слободне употребе“ често се тумачио веома арбитрарно, па је креирана операциона дефиниција ММФ-а према којој се под слободном употребом валуте подразумева широка употреба валуте за плаћања међународних трансакција и широка употреба валуте за трговину на девизним тржиштима. Другим речима, степен конвертибилности валуте није пресудан приликом доношења одлуке о укључивању валуте у корпу СПВ валута. Ови критеријуми додатно су прецизирани новембра 2011, када ММФ уводи индикаторе за евалуацију потенцијала валуте за укључивање у корпу СПВ. Ти индикатори подразумевају:

- Обим трансакција на девизним спот тржиштима;
- Обим трансакција на тржишту деривата (укључујући и ОТС деривате);
- Постојање инструмената који подстичу тржишно детерминисање каматних стопа, и
- Валутну структуру девизних резерви.¹³⁵

Растућа улога Кине у светској економији и реформе домаћег финансијског система предузете од стране кинеских званичника

¹³⁵ Eswar Prasad and Lei Je, “The Renminbi’s Role in the Global Monetary System”, op. cit., p. 180.

поставили су основ за увећање значаја Кине у међународном монетарном систему. Кинески напредак препознале су и државе Групе 20 (G20). На састанку G20 у Нанкингу марта 2011. француски председник Никола Саркози (*Nicolas Sarkozy*) изнео је став према ком је време да се корпа СПВ валута прошири тако да укључи нове валуте, попут кинеског јуана. У закључцима самита G20 из новембра 2011. наводи се да државе Групе 20 подржавају ревидирање корпе СПВ валута оним валутама које испуњавају критеријуме за укључивање у корпу. Саркози је на конференцији за штампу на маргинама овог самита још експлицитније истакао свој ентузијазам по питању могућности да јуан буде укључен у корпу. Међутим, кинески званичници су тада задржали дозу скептицизма у вези са перспективама укључивања јуана у корпу СПВ валута. Заменик гувернера Народне банке Кине Ји Ганг (*Yi Gang*) истицао је да ММФ треба да размотри укључивање валута свих БРИКС држава у корпу за обрачун СПВ чиме би се признала растућа улога ових држава у светској економији, али је и поред тога навео да се Кини не жури, јер је улога СПВ као корпе валута свакако „само симболична“.¹³⁶

Октобра 2015. године Извршни одбор ММФ-а доноси одлуку да је кинески јуан испунио све услове да буде укључен у корпу за обрачун СПВ заједно са доларом, евром, јеном и британском фунтом стерлинга. Ова одлука ступила је на снагу октобра 2016. године. Доношење ове одлуке било је и формално признање кинеског растућег значаја у светској економији али и до тада учињених реформи од стране кинеских званичника, пре свега реформи финансијског тржишта.¹³⁷ Поред истицања признања кинеског напретка у реформском процесу, тадашња директорка ММФ-а Кристин Лагард (*Christine Lagarde*) навела је да је укључивање јуана у корпу СПВ валута важан корак ка интеграцији Кине у глобални финансијски систем.¹³⁸

Одлуком ММФ-а јуан је постао део круга „елитних валута“ за обрачун вредности СПВ. Удели сваке од појединачних валута зарачунати су према формули ревидираној у новембру 2015. према којој се удео валуте обрачунава на основу:

136 Исто, р. 178.

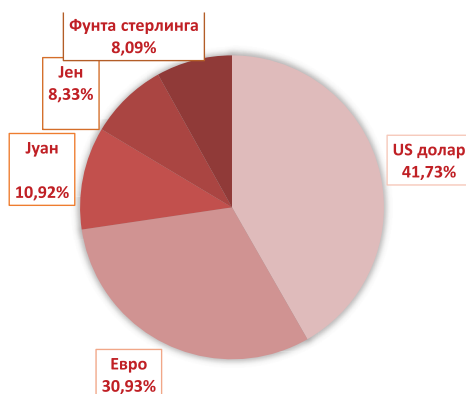
137 Видети: Peter Zöllner, “The Renminbi in the SDR Basket and its Future Role in the International financial System”, *BIS Speeches*, 2016, Доступно на: <https://www.bis.org/speeches/sp160620.htm>, Приступљено: 10.11.2021.

138 Видети: International Monetary Fund, “IMF’s Executive Board Completes Review of SDR Basket, Includes Chinese Renminbi” Press release of November 30, 2015. Доступно на: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2015/pr15540.html>, Приступљено: 10.11.2021.

1. Извозних перформанси државе емитента валуте, и
2. Композитног финансијског индикатора (који се обрачунава на основу удела односне валуте у валутној структури девизних резерви држава или монетарних унија које нису емитенти те валуте и суме неизмирених банкарских обавеза и међународних дужничких хартија од вредности деноминираних у тој валути).¹³⁹

На основу ове формуле зарачунати су удели појединачних валута приказани на Графикону 4.1.

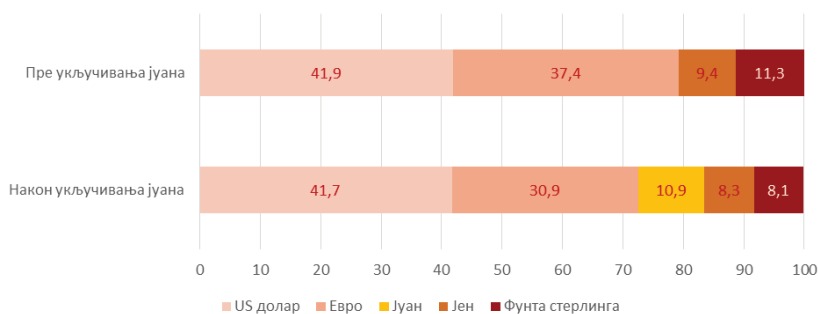
Графикон 4.1. Структура корпе валута СПВ



Извор: International Monetary Fund, *Special Drawing Rights*, February 2021. Доступно на: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>, Приступљено: 10.11.2021.

Пре укључивања јуана, корпу за обрачун сачињавали су долар, евро, јен и британска фунта стерлинга. Укључивањем кинеске валуте дошло је до измена у уделима осталих валута, а приказ тих измена дат је Графиконом 4.2.

Графикон 4.2. Састав корпе за обрачун СПВ пре и након укључивања јуана (процентуални удели валута)



Извор: Eswar Prasad, *Has the dollar lost ground as the dominant international currency?*, Global Economy and Development at Brookings, September 2019, p. 10.

Захваљујући оваквој формули, јуан је стекао удео од 10.9% у корпи за обрачун СПВ, трећи највећи удео (иза долара и евра). Укључивање јуана највише је утицало на удео евра, који је опао за 6.5%, док су удели фунте и јена опали за 3.2% и 1.1%, респективно. Најмање је изгубио долар, чији је удео мањи за само 0.2 процентуална поена. Штавише, првобитно предложена формула би чак и повећала уделе долара што је било политички неприхватљиво. Стога је дошло до измене у методологији обрачуна удела како би удео долара барем маргинално опао. Поново се показало да раст значаја нових валута највише штети евр, не долару.¹⁴⁰

Какав је ефекат укључивања јуана у корпу СПВ валута по Кину? Ефекти се могу поделити на оне екстерне и интерне природе. Што се тиче значаја по интерни економски развој, кинески званичници подржавају емитовање тзв. М-СПВ обвезница, за које се очекује да ће увећати стабилност међународног монетарног система и допринети диверзификацији глобалних резерви.¹⁴¹ Августа 2016. Народна банка Кине тражила је од Светске банке емитовање две милијарде СПВ у СПВ деноминираним обвезницама. Ове обвезнице, којима се може трговати на кинеском међубанкарском тржишту имале су иницијалну понуду од 500 милиона СПВ и рок доспећа од три године, а могу се плаћати у јуанима по року доспећа. Ова

¹⁴⁰ Eswar Prasad, *Has the dollar lost ground as the dominant international currency?*, op. cit., p. 10.

¹⁴¹ М-СПВ представљају финансијске тржишне инструменте везане за СПВ, које могу емитовати и њима располагати све заинтересоване странке и који се заснивају на СПВ као средству обрачуна. Према: Malhar S Nabar and Camilo E. Tovar, "Chapter 9. Renminbi Internationalization", op. cit., p. 276.

иницијална понуда је прва понуда СПВ финансијских инструмената након 35 година на светском нивоу и очекује се да ће допринети успостављању М-СПВ тржишта обвезница у Кини.¹⁴²

Што се тиче екстерних ефеката, односно ефеката по већи значај јуана и Кине на међународном нивоу, осим политичког престижа за Кину, укључивање у корпу валута ће довести до већег значаја јуана као валуте која сачињава девизне резерве држава. Иако је удео у девизним резервама на светском нивоу још увек скроман (2.3%), охрабрују очекивања да ће ти удели порастати у наредном периоду. Тако су још 2017. године менаџери девизним резервама европских држава предвиђали раст удела јуана у својим девизним резервама на чак 10-20% портфолија до 2020. године.¹⁴³

Поред предикција о расту јуана у валутној структури девизних резерви, аутори сматрају да би у наредном периоду могло доћи и до раста удела јуана у корпи за обрачун валута. Тако, Бенаси-Кере (*Agnès Bénassy-Quéré*) и Капел (*Damien Capelle*) дају пројекцију раста јуана према којој ће до 2030. јуан у корпи валута достићи удео између 21.3% и 27.6%, а да ће тај удео у 2050. години бити негде у интервалу између 29.9% и 43.5%.¹⁴⁴

Све ове предикције свакако морају проћи тест реевалуације корпе валута за обрачун СПВ. Последња реевалуација била је она којом је јуан и укључен у корпу валута за обрачун СПВ. Иако је реевалуацији требало приступити у току 2021. године, Извршни одбор ММФ-а је марта 2021. одложио процес реевалуације за 31. јул 2022. године, чиме је нарушен принцип преиспитивања удела валута у корпи за обрачун СПВ на основу поменутих критеријума на сваких пет година. Будући да је предвиђено да процес реевалуације буде завршен до средине 2022, очекује се да корпа валута са новозарачунатим уделима ступи на снагу до августа 2022. године. Остаје да се види какве ће ефекте ова реевалуација имати на уделе јуана у корпи за обрачун СПВ.

142 Исто.

143 Видети: European Central Bank, *The international role of the euro*, Frankfurt, July 2017. Доступно на: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.euro-international-role-201707.pdf?97b744a422eeca404e8a27783c697f54>, Приступљено: 10.11.2021. Да ли је дошло до остваривања ове предикције готово је немогуће утврдити, из већ елаборираних разлога: подаци о валутној структури по државама (и монетарним унијама) третирају се као поверљиве информације. Уз то, од 2015. чак нису доступни ни подаци по регионима развијених и земаља у развоју.

144 Видети: Agnès Bénassy-Quéré and Damien Capelle, "On the Inclusion of the Chinese Renminbi in the SDR Basket", *CESIFO Working Paper*, No. 3989, November 18, 2012

4.2. Валутни своп аранжмани Народне банке Кине са централним банкама других држава

У финансијама, појам свопа (*swap*) односи се на дериватне уговоре којима се две стране обавезују на међусобну размену новчаних токова. Најчешће се креирају своп аранжмани билатералног карактера који подразумевају споразуме између држава у циљу пружања помоћи централним банкама уговорних партнера у решавању проблема ликвидности. Осим ових *ad hoc* своп аранжмана у циљу превазилажења кризе постоје и аранжмани као део шире стратегије ради постизања одређеног циља државе која те аранжмане закључује.¹⁴⁵

Кина је своје прве иницијативе у закључивању оваквих врста уговора показала у периоду почетком 2000-их, негде између 2001. и 2006. године, закључивањем споразума о размени токова новца првенствено са ASEAN државама. Иако локалног карактера, већина тих своп аранжмана била је деноминирана у доларима и имала је *ad hoc* основу, односно намењена је решавању проблема ликвидности изазване кризом у суседним државама. Међутим, од 2008. године закључивање ових аранжмана мотивисано је другачијим циљевима (иако је задржана и посвећеност Кине у пружању помоћи својим суседима при решавању проблема ликвидности).¹⁴⁶ Наиме, након 2008. године Народна банка Кине закључила је споразуме са више од 30 централних банака других земаља у циљу реализације валутног свопа. Кинеска централна банка као основну мотивацију за креирање оваквих аранжмана истиче промоцију билатералне трговине и директних инвестиција у циљу економског развоја обе стране у споразуму, јачање финансијске кооперације а затим и подршку успостављању домаће финансијске стабилности.¹⁴⁷ Оно што заправо мотивише кинеске званичнике јесте што се са оваквим аранжманима очекује већи подстицај извозу Кине и инвестирању у Кину, јер поседовање јуана у свом портфолију умањује ризике купаца и инвеститора од куповине и продаје валута на девизним тржиштима који се јављају због променљивости девизних курсева, што обезбеђује додатне подстицаје за куповину и инвестирање у Кину.

145 Takatoshi Ito, *The Internationalization of the RMB: Opportunities and Pitfalls*, op. cit., p. 5.

146 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., p. 169.

147 Malhar S Nabar and Camilo E. Tovar, "Chapter 9. Renminbi Internationalization", op. cit., p. 270.

Табела 4.2. приказује билатералне своп аранжмане које је Народна банка Кине успоставила са централним банкама других држава (закључно са мајем 2018. године)¹⁴⁸:

Табела 4.2. Билатерални валутни своп аранжмани Народне банке Кине

Редни број	Држава/ регион	Датум потписивања	Износ (у милијардама СNY)	Трајање уговореног ангажмана
1.	Јужна Кореја	12. децембар 2008. 20. април 2009. 26. октобар 2011. (обнављање) 11. октобар 2014. (обнављање) 11. октобар 2017. (обнављање)	180 180 360 (обнављање) 360 (обнављање) 360 (обнављање)	3 године
2.	Хонг Конг	20. јануар 2009. 22. новембар 2011. (обнављање) 22. новембар 2014. (обнављање) 27. новембар 2017. (обнављање)	200 400 (обнављање) 400 (обнављање) 400 (обнављање)	3 године
3.	Малезија	8. фебруар 2009. 8. фебруар 2012. (обнављање) 17. април 2015. (обнављање)	80 180 (обнављање) 180 (обнављање)	3 године
4.	Белорусија	11. март 2009. 10. мај 2015. (обнављање)	20 7 (обнављање)	3 године

148 Напомена: До јула 2017. године су се на сајту Народне банке Кине могле наћи званичне информације о закљученим валутним своп аранжманима. Након тога, све информације се могу наћи једино у саопштењима за штампу на кинеском језику. Најскорије објављен извор који сумира своп аранжмане (на основу званичних информација и саопштења за штампу) на енглеском или француском језику је чланак коришћен у овом раду. Ипак, у овом чланку наведени су валутни своп аранжмани закључно са јулом 2018. године, тако да табела није допуњена подацима о аранжманима са доспећем и/или оним аранжманима закљученим након овог месеца. Примера ради, подаци о томе да ли је дошло до обнављања аранжмана са Србијом (чије је доспеће било у јуну 2019) нису доступни у српским базама података.

5.	Индонезија	23. март 2009. 1. октобар 2013. (обнављање) (истекао)	100 100 (обнављање)	3 године
6.	Аргентина	2. април 2009. 18. јул 2014. (обнављање) 18. јул 2017. (обнављање)	70 70 (обнављање) 70 (обнављање)	3 године
7.	Исланд	9. јун 2010. 11. септембар 2013. (обнављање) 21. децембар 2016. (обнављање)	3.5 3.5 (обнављање) 3.5 (обнављање)	3 године
8.	Сингапур	23. јул 2010. 7. март 2013 (обнављање) 7. март 2016. (обнављање)	150 300 (обнављање) 300 (обнављање)	3 године
9.	Нови Зеланд	18. април 2011. 25. април 2014. (обнављање) 19. мај 2017. (обнављање)	25 25 (обнављање) 25 (обнављање)	3 године
10	Узбекистан	19. април 2011. (истекао)	0.7	3 године
11.	Монголија	6. мај 2011. 20 март 2012. (проширење) 21. август 2014 (обнављање) 6. јул 2017. (обнављање)	5 10 (проширење) 15 (обнављање) 15 (обнављање)	3 године
12.	Казахстан	13. јун 2011. 14. децембар 2014. (обнављање)	7 7 (обнављање)	3 године

Успон кинеског јуана као светске резервне валуте

13	Тајланд	22. децембар 2011. 22. децембар 2014 (обнављање)	70 70 (обнављање)	3 године
14.	Пакистан	23. децембар 2011. 23. децембар 2014. (обнављање) 24. мај 2018. (обнављање)	10 (обнављање) 10 (обнављање) 20 (обнављање)	3 године
15.	Уједињени Арапски Емирати	17. јануар 2012. 14. децембар 2015. (обнављање)	35 35 (обнављање)	3 године
16.	Турска	21. фебруар 2012. 26. септембар 2015. (обнављање)	10 12 (обнављање)	3 године
17.	Аустралија	22. март 2012. 30. март 2015. (обнављање) 30 март 2018. (обнављање)	200 200 (обнављање) 200 (обнављање)	3 године
18.	Украјина	26. јун 2012. 15. мај 2015. (обнављање)	15 15 (обнављање)	3 године
19.	Бразил	26. март 2013. (истекао)	190	3 године
20.	Велика Британија	22. јун 2013. 20. октобар 2015. (обнављање)	200 350 (обнављање)	3 године
21.	Мађарска	9. септембар 2013. 12. септембар 2016. (обнављање)	10 10 (обнављање)	3 године
22.	Албанија	12. септембар 2013. (истекао) 3. април 2018. (обнављање)	2 2 (обнављање)	3 године

23.	Европска централна банка	8. октобар 2013. 27. септембар 2016. (обнављање)	350 350 (обнављање)	3 године
24.	Швајцарска	21. јул 2014. 21. јул 2017. (обнављање)	150 150 (обнављање)	3 године
25.	Шри Ланка	16. септембар 2014.	10	3 године
26.	Русија	13. октобар 2014.	150	3 године
27.	Катар	3. новембар 2014.	35	3 године
28.	Канада	8. новембар 2014.	200	3 године
29.	Суринам	18. март 2015.	1	3 године
30.	Јерменија	25. март 2015.	1	3 године
31.	Јужноафричка република	10. април 2015.	30	3 године
32.	Чиле	25. мај 2015.	22	3 године
33.	Тацикистан	3. септембар 2015.	3	3 године
34.	Мароко	11. мај 2016.	10	3 године
35.	Србија	17. јун 2016.	1.5	3 године
36.	Египат	6. децембар 2016.	18	3 године
37.	Нигерија	27. април 2018.	15	3 године

Извор: J. Lawrence Broz and Zhiwen Zhang, "Explaining Foreign Interest in China's Global Economic Leadership: Bilateral Currency Swap Agreements", Working Paper, 2018. Доступно на: https://www.peio.me/wp-content/uploads/2019/01/PEIO12_paper_16.pdf, Приступљено: 10.11.2021.

Када се ради о географској заступљености, уочава се да највише партнерских банака има седиште у државама Азије, мада активност Кине у креирању ових аранжмана покрива све континенте. Може се приметити да Кина нема свој аранжман са САД. Такође, примећује се да, поред неких азијских држава као што је Сингапур, Јужна Кореја и Хонг Конг (као посебна самоуправна територија у оквиру Кине) са којима Кина закључује свој аранжмане највеће номиналне вредности (последњи закључени имају вредност од 300 милијарди CNY, 360 милијарди CNY и 400 милијарди CNY, респективно), међу највећим су и аранжмани закључени са Европском централном банком и Великом Британијом (вредности по 350 милијарди CNY),

што одсликава чињеницу да су осим САД тржиште Евроzone и Велике Британије најзначајнија кинеска извозна тржишта.¹⁴⁹

Посебно се као мотивација Кине приликом закључивања ових аранжмана може истакнути и њена решеност да интернационализује своју валуту. Осим чињенице да се подстицањем извоза и инвестирања своп аранжманима такође повећава и прекогранична употреба јуана за плаћање трговинских трансакција и инвестирање, разменом токова новца са другим државама повећава се удео јуана у резервама држава са којима су своп аранжмани реализовани, а јасно је колико је то битно за стицање важнијег статуса валуте на међународном плану. Иако постоје аутори који сматрају да закључивање ових аранжмана има више симболички него квантитативни значај, не може се оспорити да се на овај начин постављају основе за креирање отворенијег рачуна капитала.¹⁵⁰

Поред ових билатералних, на интернационализацију јуана позитивно могу утицати и мултилатерални своп аранжмани. Већ поменута Чанг-Маи иницијатива којом је интензивирана пракса успостављања своп аранжмана у основи је мултилатералног карактера. У оквиру ове ASEAN+3 иницијативе, како се другачије назива, Кина још од 2000-их одобрава кредите (у почетку у доларима, а данас у јуану) државама ASEAN-а (Брунеј, Индонезија, Камбоџа, Лаос, Малезија, Мјанмар, Филипини, Сингапур, Тајланд и Вијетнам), као и Јужној Кореји и Јапану.

4.3. Посебан статус јуана у Хонг Конгу

При процени нивоа интернационализације одређене валуте, анализа би требало да крене од евалуације улоге те валуте на две основне димензије:

- Прекогранична (*offshore*) употреба, тј. употреба на прекограничним (*offshore*) тржиштима – употреба у поравњању трговине и исплати добити на директне инвестиције, деноминирању прекограничних обвезница и депозита, као и иностраних депозита, и
- Прекогранична (*offshore*) трговина – трансакције из и ка валути на девизном тржишту.

Прекогранична (*offshore*) тржишта подразумевају тржишта других држава, а у оквиру Кине се овим тржиштима сматрају Хонг Конг, Макао и Тајван.

149 Barry Eichengreen, Arnaud Mehl and Livia Chitu, *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*, op. cit., p. 185.

150 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., p. 170.

Хонг Конг је специјална административна регија Кине која је лоцирана на самом кинеском југу. Налазио се под британском колонијалном влашћу од средине 19. века (уз кратку окупацију од стране Јапана у току Другог светског рата, након чега је Велика Британија поново успоставила своју власт) до 1997. године када је Кина успоставила суверенитет над овом територијом. Споразум „једна земља – два система“ осигурава континуитет правних оквира, засебну валуту и гаранцију „капиталистичке економије“ Хонг Конга до 2047. године.¹⁵¹ Поновно уједињење подстакнуто је фасцинантним растом веза између Хонг Конга и Кине у периоду између 1970. и 1984. године. До краја 1981. године кинеска банка и њених 12 подружница су имале 193 огранка у Хонг Конгу. Осим у финансијском сектору, кинеско економско присуство могло се уочити и кроз инвестиције у грађевинска постројења и индустријски сектор.¹⁵² Хонг Конг је умногоме допринео економском расту Кине и њеном укључивању у глобални финансијски систем. У много чему, Хонг Конг представља капију ка капиталистичком свету за Кину.¹⁵³

Какав је значај Хонг Конга конкретно за процес интернационализације јуана? У најопштијем смислу, ово питање нераскидиво је повезано са процесом либерализације тржишта капитала Кине. Захваљујући овом процесу долази до постепеног увећања употребе јуана на прекограничним (*offshore*) тржиштима, нарочито путем раста депозита деноминираних у јуану управо у Хонг Конгу. Будући да овај раст представља прве кораке у процесу успостављања конвертибилности валуте, може се сматрати да Кина преко Хонг Конга као финансијског центра креће у процес интернационализације валуте.¹⁵⁴

Полемика о прекограничној употреби јуана повезана је и са питањима девизног курса, будући да се прави разлика између тзв. екстратериторијалног, офшор девизног курса јуана (CNH) који се примењује између осталог и у Хонг Конгу и територијалног девизног курса јуана (CNY). Основни разлог за раздвајање ова два курса је чињеница да рачун капитала Кине није довољно

151 *Joint Declaration of the Government of the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland and the Government of the People's Republic of China on the Question of Hong Kong*, The Government of Hong Kong – Special Administrative Region of the People's Republic of China: Constitutional and Mainland Affairs Bureau (последња измена: јул 2007). Доступно на: <https://www.cmab.gov.hk/en/issues/jd2.htm>, Приступљено: 10.11.2021.

152 Драгана Митровић, *Кинеско економско чудо: прва декада реформи 1978-1988*, оп. цит., стр. 176.

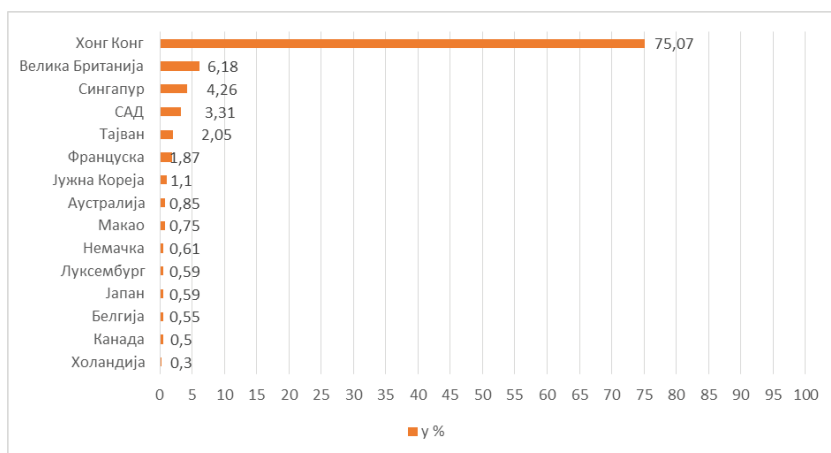
153 Видети: Alvin Y. So, Nan Lin, and Dudley Poston (eds.), *The Chinese Triangle of Mainland China, Taiwan, and Hong Kong : Comparative Institutional Analyses*, Greenwood Press, 2001.

154 Radovan Kovačević, „Dolar kao svetska rezervna valuta – izazovi i perspektive“, оп. cit., стр. 38.

либерализован. Оно што је важно напоменути јесте да као што је почетни стимулус прекограничној употреби јуана дала либерализација тржишта капитала, тако и, налик на механизам повратне спреге, прекогранична употреба јуана унапређује процесе либерализације тржишта капитала у Кини.¹⁵⁵ Другим речима, Хонг Конг је значајан за интернационализацију јуана не само на директан начин, увећавајући прекограничну употребу јуана, већ и посредније, будући да повећање прекограничне употребе јуана убрзава процес либерализације тржишта капитала, што је важна претпоставка процеса интернационализације.

Да јуан има посебан статус у Хонг Конгу најбоље се може уочити кроз уделе Хонг Конга у укупним прекограничним активностима које су деноминирани у јуану. У 2021. години Хонг Конг је у овим активностима имао више од 75%, три пута већи удео од свих осталих тржишта заједно. Уочљива је велика диспропорција чак и са Великом Британијом, која има други највећи удео у јуанској прекограничној активности, будући да, иако се налази на другом месту, Велика Британија има удео од само 6.18% (Графикон 4.3):

Графикон 4.3. Петнаест прекограничних тржишта са највећим уделима у прекограничним активностима деноминираним у јуану (септембар 2021. године)



Извор: SWIFT, *RMB Tracker document centre*, October 2021. Доступно на: <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre>, Приступљено: 10.11.2021.

155 Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., p. 440.

Да би се могао посматрати положај јуана у Хонг Конгу првенствено је потребно анализирати еволуцију улоге Хонг Конга за Кину и у том смислу могуће је разликовати два еволутивна периода: настанак Хонг Конга као прекограничног (*offshore*) финансијског центра и његов развој у прекогранично (*offshore*) тржиште Кине.

У развоју Хонг Конга као кинеског прекограничног финансијског центра идентификује се неколико фаза. У првој, уводној фази постављене су основе приватног бизниса деноминираним у јуану. Уз јачање улоге међународног финансијског центра, ова фаза започиње 24. фебруара 2004. када Хонг Конг званично уводи депозите деноминираним у јуану, вршење трансакција на девизном тржишту из и ка јуану, финансијско пословање везано за дознаке и за банкарске картице. У другој фази, почевши од 8. јуна 2007. званично је отпочело емитовање обвезница деноминираних у јуану. Кина је тада допустила емитовање различитих врста обвезница, укључујући и државне и корпоративне обвезнице. Наредна фаза представљала је логичну последицу значаја Хонг Конга као трговинског и инвестиционог партнера за Кину, услед чега је допуштено поравнање билатералне трговине у јуану. Наредне три фазе – дозвољавање банкама Хонг Конга да дају кредите деноминираним у јуану, емитовање не само обвезница, већ и других ХоВ деноминираних у јуану (укључујући и акције) и оснаживање кооперације у области сузбијања прања новца су још увек у току.¹⁵⁶

Када се ради о постављању основа и развоју Хонг Конга као прекограничног тржишта, овај процес интегрални је део процеса интернационализације јуана и коинцидира са праксом закључивања валутних своп аранжмана Народне банке Кине. Наиме, растући економски статус Кине довео је до увећања пословне активности која је финансирана у јуану а тиме и до лансирања пилот пројекта прекограничних инвестиција и финансијских трансакција деноминираних у јуану. Након закључивања валутних своп аранжмана, давање статуса прекограничног тржишта Хонг Конгу био је логичан след у оквиру процеса интернационализације, имајући у виду обим прекограничне активности у јуану која је већ успостављена у Хонг Конгу.¹⁵⁷

У најопштијем смислу, важност Хонг Конга и посебног статуса јуана у оквиру ове специјалне административне регије Кине креиран је политичким подстицајима, који су доводили до

¹⁵⁶ Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., pp. 453–456.

¹⁵⁷ Исто, p. 457.

усмеравања прекограничне активности деноминирани у јуану ка Хонг Конгу у циљу супституције одређених функција финансијског тржишта које домаће финансијско тржиште није обезбеђивало. Ти политички подстицаји, односно регулаторне мере (увођење нових, подстицајних регулаторних мера и умањивање препрека прекограничној активности које потичу од регулаторног оквира) довели су до тога да у периоду од 2010. до 2011. године дође до наглог раста депозита деноминираних у јуану и броја институција које су ауторизоване да на територији Хонг Конга користе јуан за деноминирање свог пословања. Са развојем домаћих спот и деривативних тржишта у погледу њихове величине, ликвидности и могућности приступа овим тржиштима за иностране актере, очекује се да ове функције преузме домаће финансијско тржиште.¹⁵⁸

Растућа улога Хонг Конга може се посматрати на три димензије: кроз уделе поравнања трговине са Хонг Конгом у јуану у укупним прекограничним поравнањима трговине у јуану, али и његове уделе у укупним депозитима и обвезницама деноминираним у јуану.

Када се ради о поравнањима трговине у јуану, упркос томе што је у августу 2011. географска употреба јуана увећана, тј. јуан се од тада употребљава за поравнање трговине међу свим регионима Кине, Хонг Конг се у овом смислу посебно истиче. Као један од најзначајнијих трговинских партнера територијалне Кине, Хонг Конг не само да представља „портал“ путем ког кинеска роба и услуге долазе до глобалних тржишта, већ у том процесу подстиче и међународну употребу јуана. Од лансирања пилот пројекта шема прекограничног поравњања трговине у јуану 2009. године, удео Хонг Конга у укупном поравнању трговине деноминираним у јуану доживљава експоненцијални раст, а према последње доступним званичним подацима о уделима Хонг Конга у јуанском поравнању трговине, подацима за 2019. годину, вредност јуанског поравнања трговине са Хонг Конгом износила 5.83 милијарди јуана, реализујући удео од 89% укупног прекограничног поравнања трговине у јуану.¹⁵⁹

Улога Хонг Конга читава се и кроз уделе у депозитима деноминираним у јуану. Лиценциране хонконшке банке започеле

158 Eswar Prasad and Lei Je, “The Renminbi’s Role in the Global Monetary System”, op. cit., p. 159.

159 Видети: Hong Kong Monetary Authority, “Briefing to the Legislative Council Panel on Financial Affairs”, 3. February 2020. Доступно на: <https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/about-the-hkma/legislative-council-issues/20200203e1.pdf>, Приступљено: 10.11.2021, и The People’s Bank of China, *Financial Statistics Report (2019)*, PBC, Beijing. Доступно на: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688978/3709137/3960673/index.html>, Приступљено: 10.11.2021.

су праксу прихватања јуанских депозита фебруара 2004. године, примарно у циљу подршке кинеском туризму. Ова пракса додатно је подстакнута након увођења праксе употребе јуана за прекогранична поравнања трговине. Чињеница да је више од 75% прекограничне активности у јуану лоцирана у Хонг Конгу заснива се управо на јуанском ликвидном фонду који се у Хонг Конгу посебно развија након успостављања праксе прихватања депозита деноминираним у јуану. Укупни прекогранични јуански депозит достигли су врхунац 2014. године вредношћу од 2,3 билиона јуана (што је велики раст у односу на 2010. када су достизали вредност од 100 милијарди јуана). Од 2014. се међутим може уочити пад вредности прекограничних јуанских депозита на 1,3 билиона јуана, колико су износили средином 2016. године.¹⁶⁰ Последично, дошло је до пада вредности депозита деноминираним у јуану и у Хонг Конгу. Упркос том паду, према подацима Народне банке Кине за 2019. годину, у Хонг Конгу се налази највећи фонд јуанских депозита на који „отпада“ готово 50% свих прекограничних депозита у јуану.¹⁶¹ Вредност тих депозита је према последње доступном извештају централне монетарне институције Хонг Конга (*Hong Kong Monetary Authority*) (подаци за 2019. годину) износила 757,2 милијарди јуана.¹⁶²

Посебно је запажен значај Хонг Конга за емитовање јуанских обвезница. У најопштијем смислу, обвезнице деноминираним у јуану у чијој продаји могу учествовати сви емитенти осим Народне банке Кине могу се поделити на тзв. *панда обвезнице* и *дим-сум обвезнице*. Прве две панда обвезнице икада емитоване су истог дана, фебруара 2005. године од стране Међународне финансијске корпорације (*International Financial Corporation*) и Азијске банке за развој (*Asian Development Bank*). Када су компанијама које се финансирају иностраним фондовима за пословање у Кини потребни јуани, они могу доћи до јуанских ликвидних средстава емитовањем ових панда обвезница. Ипак, повећање обима јуанског промета које се креира на овај начин може бити искоришћено једино у оквиру територије Кине. Другу важну категорију јуанских обвезница представљају обвезнице емитоване од стране кинеских институција на прекограничним тржиштима (институција попут Министарства финансија Кине, Банке Кине, Извозне и увозне банке Кине итд). Емитовање оваквих обвезница првенствено се везује за прекогранично тржиште Хонг

160 Malhar S Nabar and Camilo E. Tovar, "Chapter 9. Renminbi Internationalization", op. cit., p. 253.

161 The People's Bank of China, *RMB Internationalization Report*, PBC, Beijing, 2020, op. cit.

162 Hong Kong Monetary Authority, *2020 Annual Report*, Доступно на: <https://www.hkma.gov.hk/eng/data-publications-and-research/publications/annual-report/2020/>, Приступљено: 10.11.2021.

Конга – примера ради, кинеско Министарство финансија емитовало је 20 милијарди јуана у обвезницама деноминираним у јуану намењених Хонг Конгу 23. августа 2011. године. Ова конкретна емисија посматра се као велики подстицај интернационализацији јуана и као „значајан поклон“ Хонг Конгу од стране Кине. Међу обвезницама деноминираним у јуану које се емитују у Хонг Конгу, најпопуларнију категорију свакако представљају дим-сум обвезнице. Вредност сваке појединачне дим-сум обвезнице је, међутим, углавном релативно мала. Јула 2010. компанија под називом “Hopewell Highway Infrastructure” продала је обвезнице деноминираним у јуану са роком доспећа од 2 године у вредности од 1,38 милијарди јуана, што се може сматрати првом продајом јуанских обвезница од стране нефинансијске институције у Хонг Конгу. У периоду између 2010. и 2011. дошло је до великог увећања обима емитованих дим-сум обвезница – обвезнице емитоване 2011. године имале су за готово 20 милијарди већу вредност у односу на обвезнице емитоване 2010. године.¹⁶³ Према последње доступним подацима, у Хонг Конгу се налази највеће тржиште недоспелих дим-сум обвезница на свету, чија номинална вредност износи апроксимативно 179,8 милијарди јуана.¹⁶⁴ Неке значајне мултинационалне компаније укључиле су се у праксу набавке јуана за финансирање својих пословних активности кроз емитовање обвезница на прекограничном тржишту Хонг Конга, укључујући и “McDonald’s”, “Caterpillar” и “Volkswagen”.

Пракса емитовања ових обвезница временом се проширила ван Хонг Конга, чак и мимо Азије, првенствено у Лондону. Бројне иностране агенције, па чак и државе, до јуанских фондова почињу долазити на прекограничним тржиштима. Октобра 2014. Велика Британија емитовала је прву државну обвезницу деноминираним у јуану у вредности од 3 милијарде јуана, а овај фонд придружила је својим девизним резервама. Месец дана касније канадска провинција Британска Колумбија емитовала је другу државну обвезницу деноминираним у јуану, у истој вредности.¹⁶⁵

Последњу емисију државних обвезница Кине на тржишту Хонг Конга у вредности од 1,24 милијарде јуана Министарство финансија Кине реализовало је 23. септембра 2021. године. Први пут у протекле три године том приликом емитоване су и обвезнице са роком доспећа од 10 година укупне вредности од 1 милијарде

163 Yu Yongding, “Revisiting the Internationalization of the Yuan”, op. cit., pp. 244–245.

164 Hong Kong Monetary Authority, *2020 Annual Report*, op. cit., p. 13.

165 Malhar S Nabar and Camilo E. Tovar, “Chapter 9. Renminbi Internationalization”, op. cit., pp. 253–254.

јуана. Уз доспеће обвезница у вредности од 21,4 милијарде јуана и очекивања да у 2021. години укупно буде емитовано 20 милијарди јуана у обвезницама, кинеско Министарство финансија најавило је да се, имајући у виду обим ових емисија, очекује раст вредности емитованих обвезница за 5 милијарди јуана у односу на 2020. годину.¹⁶⁶

Улога Хонг Конга има и додатну важност у процесу интернационализације јуана. Наиме, један од показатеља значаја валуте у међународним оквирима јесте и њена употреба у међународним банкарским клиринг трансакцијама. Након покретања различитих активности деноминираних у јуану, на Међубанкарском тржишту Хонг Конга 2006. године покренут је систем поравнања у јуану у циљу обезбеђивања услуга чековних клиринга, обраде дознака и услуга везаних за плаћање банковним картицама. До средине 2010. су клиринг трансакције биле готово непостојеће, све док финансијским институцијама у Хонг Конгу није допуштено да отварају банковне рачуне деноминираних у јуану. Након тога је вредност клиринг трансакција драстично увећана.¹⁶⁷ Кинеске власти су још 2003. поставиле циљ успостављања 20 клиринг банака у суседним државама као део шире стратегије интернационализације јуана. Међутим, до 2012. су постојале само две такве банке – једна у Хонг Конгу и друга у Макау, такође специјалној административној регији у оквиру Кине. Значај клиринг банака огледа се у томе што оне имају приступ ликвидним средствима у јуану преко приступа Народној банци Кине или приступа свом седишту у Кини. Оне имају и приступ кинеском међубанкарском тржишту зајмова и обвезница, као и девизном тржишту. На тај начин, клиринг банке стациониране у иностранству обезбеђују ликвидност за прекогранична тржишта уз истовремено омогућавање Народној банци Кине да прати трансакције у јуану. Нови јуански прекогранични међубанкарски систем плаћања успостављен је 2015. године. Овај систем омогућава клиринг и поравнање прекограничних плаћања у јуану, а омогућавањем приступа иностраних актера подстиче и међународну употребу јуана.¹⁶⁸ До 2019. године су успостављене 24 клиринг

166 Chen Jia, "RMB bonds for \$1.24b on auction in HK", The People's Republic of China – The State Council, last update: 23. September 2021. Доступно на: https://english-www.gov-cn.translate.googleusercontent.com/translate/c/202109/23/content_WS614bd592c6d0df57f98e0b0b.html?_x_tr_sch=http&_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=sr&_x_tr_hl=sr&_x_tr_pto=op,sc, Приступљено: 10.11.2021

167 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., p. 168.

168 Malhar S Nabar and Camilo E. Tovar, "Chapter 9. Renminbi Internationalization", op. cit., p. 270.

банке, последња је успостављена у Јапану.¹⁶⁹

Важно је истакнути да унапређивање статуса Хонг Конга као прекограничног финансијског центра и тржишта може подстакнути настанак извесних ризика по домаћи финансијски систем. Пре свега, могућности за арбитражу су разнолике. У теоријском смислу, ако се компанија са седиштем у Кини котира на тржишту акција и у Кини и у Хонг Конгу, интринстична вредност њених удела на оба тржишта треба да буде једнака, услед чега би требало да се продају по истој цени. Међутим, због разлика карактеристика удела те компаније који се котирају на различитим тржиштима а који потичу управо због карактеристика тржишта на којима се котирају, може доћи до разлика у цени, а тиме и до могућности за арбитражу. Надаље, постоји могућност и валутне арбитраже, која се може јавити као последица разлике екстратериторијалног (*offshore*) девизног курса јуана (CNH) и територијалног курса, унутар Кине (CNY). Потцењеност и прецењеност CNY може подстакнути велики одлив или прилив јуана из Кине ка Хонг Конгу и обратно, чиме се повећава опасност валутне волатилности и у Кини и у Хонг Конгу. Коначно, може доћи и до арбитраже по депозитима и кредитима, која се може јавити као последица разлике каматних стопа у Кини и Хонг Конгу – када је каматна стопа на ове инструменте деноминирание у јуану већа у Кини, може доћи до већег прилива јуана из Хонг Конга и окружења у Кину, и обратно. Осим могућности за арбитражу, постојећа улога Хонг Конга може подстакнути и подухвате избегавања пореза (ако је порез на добит банака у Хонг Конгу мањи него у Кини, што обично и јесте случај) али и праксу прања новца (која се ипак за сада сузбија услед ниских пореских стопа у Хонг Конгу).¹⁷⁰

Ипак, упркос неспорном значају Хонг Конга за прекограничну активност јуана уопште, потребна је свеукупна евалуација улоге Хонг Конга у процесу повећања значаја јуана у међународним оквирима. Иако се још увек значајан удео прекограничних поравнања у јуану употребљава се за вршење прекограничне арбитраже између компанија са седиштем у Кини и њихових подружница у Хонг Конгу, а емитовање дим-сум обвезница још увек је уског обима, везано за банкарске и финансијске институције и то кинеске институције, ипак се може уочити извештај напредак.¹⁷¹ Наиме, према последње

169 SWIFT, *RMB Tracker document centre – Special Edition*, op. cit.

170 Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., p. 452–453.

171 Ово су тврдње изнете још 2012. године (видети: Eswar Prasad and Lei Je, “The Renminbi’s Role in the Global Monetary System”, op. cit.), али у погледу наведених индикатора чини се да није дошло до значајнијих измена.

доступном извештају Народне банке Кине о интернационализацији јуана, у 2019. години 12 иностраних ентитета имало је удео од 54% у укупном броју емитованих панда обвезница, што је значајан напредак у односу на претходне године доминације кинеских институција у емитовању ових обвезница.¹⁷² Упркос чињеници да још увек постоји простор да прекогранична употреба јуана достигне пун потенцијал, брзи развој различитих елемената прекограничног тржишта јуана представљају охрабрујући знак по питању могућности јуана да стекне већи значај у трговини и финансијама не само у оквиру Азије, већ и шире.

Додатни подстицај увећању прекограничне употребе јуана може представљати развој нових прекограничних тржишта јуана. С тим у вези, посебан значај кинеске власти придају развоју Шангаја као финансијског центра. Још 2009. године постављен је циљ да Шангај преузме улогу водећег финансијског центра у међународним оквирима до 2020. године. Може се закључити да овај циљ, упркос растућем значају Шангаја не само као међународног финансијског центра, већ и значаја за домаћи финансијски систем, није реализован. И тада је истакнуто да је за реализацију овог циља потребно креирање дубоког и ликвидног финансијског тржишта, што би било сврсисходно и за интернационализацију јуана.¹⁷³ Чињеница да Шангај није достигао значај који му се предвиђао један је од показатеља да још увек нису реализоване неопходне реформе кинеског финансијског тржишта.

*

Досадашњи ток процеса интернационализације јуана показује извесне препреке даљем процесу јачања улоге јуана на међународном плану. Укључивање јуана у корпу за обрачун СПВ велики је корак напред и значајно признање улоге Кине у светској економији. Валутни своп аранжмани добра су стратегија имајући у виду значај Кине у међународним трговинским и инвестиционим трансакцијама. Према проценама ОЕСД-а Кина је у 2020. години претекла САД као најпривлачнија инвестициона дестинација (посматрано у категоријама страних директних инвестиција).¹⁷⁴ Могло би се рећи да овај податак између осталог показује и успешност стратегије

172 People's Bank of China, *RMB Internationalization Report*, PBC, Beijing, 2020, op.cit.

173 Barry Eichengreen, "The renminbi as an international currency", op. cit., pp. 727–728.

174 OECD, *Foreign Direct Investment Statistics: Data, Analysis and Forecasts*, April 2021. Доступно на: <https://www.oecd.org/investment/statistics.htm>, Приступљено: 10.11.2021.

валутних своп аранжмана, будући да је њихова примарна намена управо у подстицању прилива инвестиција у Кину и унапређење односа спољнотрговинске размене Кине.

С друге стране, растуће прекогранично тржиште јуана и разноликост инструмената којима се тргује на истом наглашава пре свега растућу употребу јуана у Хонг Конгу у контексту емитовања обвезница и друге финансијске активе деноминираних у јуану. У исто време, раст овог тржишта указује на јединственост стратегије кинеских власти у процесу интернационализације јуана. Упркос томе што је неспоран значај овог тржишта за раст улоге јуана у глобалним оквирима, оно је ипак ограничено различитим регулативама које још увек лимитирају могућности за тржишну партиципацију нефинансијским институцијама. Стога се може сматрати да ће ефекат прекограничних финансијских трансакција на свеукупну глобалну употребу јуана првенствено зависити од начина на који ће ове финансијске регулаторне мере еволуирати у будућем периоду.¹⁷⁵

175 Видети: Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", *op. cit.*, p. 164.

Глава 5

**ПРЕДИСПОЗИЦИЈЕ
РАСТА МЕЂУНАРОДНЕ
УЛОГЕ ЈУАНА**

5. ПРЕДИСПОЗИЦИЈЕ РАСТА МЕЂУНАРОДНЕ УЛОГЕ ЈУАНА?

Постоје бројне теоријске и емпиријске студије које се баве факторима који утичу на међународни положај одређене валуте. Тако, Чин (*Menzie Chinn*) и Франкел (*Jeffrey A. Frankel*) наводе четири основне групе фактора који детерминишу шансе одређене валуте да стекне статус међународне валуте кључног значаја:

- Удео државе емитента валуте у светској производњи и трговини и други индикатори значаја те државе у светској економији;
- Развијеност, отвореност и ликвидност финансијског тржишта;
- Поверење у валуту и предвидљивост њене будуће вредности, и
- Мрежне екстерналије.¹⁷⁶

Галати (*Gabriele Galati*) и Вулдриц (*Philip Wooldridge*) истичу да међународни статус валуте детерминише обим њене употребе како на званичном нивоу (као интервенишуће и валуте сидра), тако и на приватном (нпр. употреба у фактурисању и финансирању трговине робом), а као факторе оваквог статуса наводе:

- Величину економије државе емитента и њен значај у светским економским токовима;
- Макроекономску стабилност у држави емитенту валуте;
- Развој финансијског тржишта, и
- Мрежне екстерналије.¹⁷⁷

Емпиријске анализе потврђују ове теоријске претпоставке. Ајхенгрин и Франкел су изнели доказе за тврдње према којима већи значај државе емитента валуте у светској економији значи и већу употребу те валуте у функцијама валуте сидра или у функцијама везаним за међународну трговину. Хартман (*Philipp Hartman*) и Исинг (*Otmar Issing*) потврђују да је макроекономска стабилност која зависи од економских политика, институционалних услова и владавине права важна за стицање поверења у валуту.¹⁷⁸ Ајхенгрин такође наглашава да величина и ликвидност финансијских тржишта у

176 Видети: Menzie Chinn and Jeffrey A. Frankel, "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency", in: *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Clarida, Richard H. (ed.), University of Chicago Press, 2007, pp. 283–322.

177 Видети: Gabriele G. Galati and Philip Wooldridge, "The euro as the reserve currency: a challenge to the preeminence of the US dollar?" *BIS Working Papers*, no 218, October 2006.

178 Видети: Philipp Hartmann and Otmar Issing, "The international role of the euro", *Journal of Policy Modeling*, vol. 24, issue 4 (2002), pp. 315–345.

држави емитента валуте утиче на спремност других да употребљавају ту валуту као интервенишућу или резервну валуту, додатно истичући и важност ефикасности, сигурности и конкурентности финансијског тржишта, као и независности централне банке.¹⁷⁹ Коначно, мрежне екстерналије су такође важне, будући да валута постаје атрактивнија када услед честе употребе долази до пада трансакционих трошкова њене употребе и раста ликвидности. Гаспар (*Vitor Gaspar*) аргументује да мрежне екстерналије доводе до централизације међународног монетарног система, јер корист од њих ужива свега неколико (или чак једна) валута.¹⁸⁰

У конкретном случају кинеског јуана, основно питање које се намеће јесте питање интереса Кине – који се циљеви крију иза кинеске намере за интернационализацијом јуана? Тајност процеса доношења одлука у Кини отежава долазак до потпуно поузданих одговора на ово питање. Чини се да иза овог процеса не леже само краткорочни економски интереси, већ дугорочна политичко-стратешка разматрања циљана ка увећању моћи кинеске централне партије: већој аутономији кинеске државе, умањивању рањивости на спољне кризе и зависности од долара, већем утицају Кине у глобалним пословима... Укратко, интернационализација јуана део је ширег процеса увећања геополитичке моћи Кине.¹⁸¹ Имајући у виду овакав циљ, уз генералну тенденцију кинеске политике као процеса који се одвија изван очију јавности, јасно је да ток процеса интернационализације јуана није описан у форми прецизно дефинисане стратегије која постоји у неком званичном документу кинеских власти (барем не јавно доступном документу). Стога се анализа овог процеса, евалуација његовог досадашњег успеха и будућих домашаја може заснивати једино на екстраполацији, односно процени досадашњих потеза кинеских власти у процесу интернационализације јуана на основу претпоставки интернационализације валуте уопште.

С тим у вези, у циљу процене детерминанти статуса јуана као светске резервне валуте, наредна поглавља рада посвећена су оцени кинеске економије на основу пет индикатора, које аутор изводи на основу гореизнетог прегледа литературе. У питању су следеће детерминанте међународног статуса јуана:

179 Видети: Barry Eichengreen, "The euro as a reserve currency", *Journal of the Japanese and International Economies*, no 12 (1998), pp. 483–506.

180 Видети: Vitor Gaspar, "Financial integration and the international role of the euro", in: *Euro at Five: Ready for a Global Role*, Institute for International Economics, Washington, DC, 26 February 2004.

181 Benjamin J. Cohen, *Currency Power - Understanding Monetary Rivalry*, op. cit., p. 223.

- Удео кинеске економије у светској привреди;
- Развој и отварање финансијског тржишта Кине;
- Либерализација кинеског тржишта капитала;
- Девизни курс јуана, и
- Макроекономске политике Кине.

5.1. Удео кинеске економије у светској привреди

Уопштено говорећи, атрактивност одређене валуте у великој мери одређена је факторима величине, богатства и раста економије државе емитента. Валута је атрактивна уколико је држава која стоји иза ње економски моћна и сигурна. Због тога је економско „здравље“ државе емитента од кључног значаја за стицање и одржавање међународног значаја њене валуте.¹⁸²

Већ поменуте студије Ајхенгринa и Франкела показују да раст удела једне државе у глобалном аутпуту (посматрано кроз БДП ППП, тј. удео у светском БДП-у мереном кроз паритете куповне моћи [*power purchasing parity – PPP*]) за 1% узрокује раст удела валуте те државе у девизним резервама других држава за 1.33%, уз накнадне измене Ајхенгриновог прорачуна који наводи да раст од 1% у БДП ППП доводи до раста удела валуте у девизним резервама од 0.9%.¹⁸³ С друге стране, раст удела државе емитента у међународној производњи и трговини није праћен пропорционалним растом удела валуте у девизним резервама других држава. То наравно не значи да удео државе емитента у међународној производњи и трговини нису битни фактори детерминисања међународног статуса њене валуте, већ само да ефекат раста ових удела на раст значаја валуте у девизним резервама других држава наступа са извесним закашњењем. Због тога је важно да у процени значаја Кине за светску економију буду употребљене обе димензије: удео у БДП-у као мерило економског потенцијала и удео у међународној трговини.

5.1.1. Бруто домаћи производ Кине

На Табели 5.1. која приказује десет држава са највећим БДП-ом, посматрано кроз вредност реалног БДП-а у милионима долара за 2020. годину, може се уочити да Кина по вредностима реалног БДП-а заузима друго место на светском нивоу.

182 Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege - The Rise and Fall of the Dollar*, op. cit., p. 6.

183 Видети: Barry Eichengreen, “The euro as a reserve currency”, op. cit., и Jeffrey A. Frankel, “Impact of the euro on members and non-members”, in: *The euro as a stabilizer in the international economic system*, Mundell, Robert and Clesse, Armand (eds), Kluwer, Boston, 2000.

Табела 5.1. Десет држава са највећим реалним бруто домаћим производом за 2020. годину

Ранг	Економија*	У милионима USD	Удео у светском БДП-у
1.	САД	20.936,600	24.7%
2.	Кина	14.722,731	17.4%
3.	Јапан	5.064,873	6%
4.	Немачка	3.806,060	4.5%
5.	Велика Британија	2.707,744	3.2%
6.	Индија	2.622,984	3.1%
7.	Француска	2.603,004	3.1%
8.	Италија	1.886,445	2.2%
9.	Канада	1.643,408	1.9%
10.	Јужна Кореја	1.630,525	1.9%

*Светска банка прикупља податке о БДП-у не само за државе као суверене ентитете, већ и за неке самоуправне територије и посебне економске зоне (попут Хонг Конга, Девичанских острва, итд). Зато се јединице анализе насловљавају као „економије“, а не као „државе“.

Извор: прорачун аутора на основу World Bank, *Gross Domestic Product 2020*, July 2021. Dostupno na: <https://databank.worldbank.org/data/download/GDP.pdf>, Pristupljeno: 10.11.2021.

Ако се глобални аутпут посматра у категоријама БДП-а мереног у паритетима куповне моћи (БДП ППП), може се уочити да је у претходном периоду дошло до значајних промена. Примера ради 1995. године су не само САД и ЕУ, већ и Јапан имали значајну предност у односу на Кину која је бележила удео од само 5,9% светског БДП-а ППП. Амерички удео је значајно опао у наредном периоду, а супротан тренд уочен је у случају Кине, услед чега су, ако се посматра удео у БДП-у ППП, Кина и САД биле изједначене у 2013, а 2014. Кина је чак и претекла САД.¹⁸⁴

Што се тиче будућих кретања, док су, под утицајем кризе изазване пандемијом корона вируса, развијене државе током 2020. године бележиле негативне стопе раста реалног БДП-а (Француска

184 Katarzyna Twarowska, "Analysis of the Use of the Chinese Renminbi as an International Currency, op. cit, p. 6052.

-9%, Немачка -5,4% САД -3,4%, неке су забележиле и двоцифрен пад, попут Велике Британије чија је стопа раста реалног БДП-а износила -10%), Кина је и током 2020. године забележила раст реалног БДП-а од 2,3%. Иако се очекује да у 2021. стопа раста БДП-а у свим државама забележи позитиван предзнак, према проценама ММФ-а, Кина ће, уз Индију¹⁸⁵, бележити и највише стопе раста БДП-а од 8,1%.¹⁸⁶ Овакви подаци потврђују тврдње изнете чак и годинама уназад према којима Кину треба посматрати као најбрже растућу економију света.

Кинески економски раст, уз пад америчке економске производње наводи бројне ауторе на закључке о томе да ће Кина сустићи, па и претећи САД. Кристофер Лејн (*Christopher Layne*) је још 2009. процењивао да је у економском смислу већ упитан статус САД као хегемона.¹⁸⁷ Наводи се и да предикције економског раста указују на то да ће Кина достићи величину америчке економије до 2025. године.¹⁸⁸ Голдман Сакс (*Goldman Sachs*) процењује да ће до 2027. Кина претећи САД по укупној економској производњи.¹⁸⁹

Какве су импликације овакве улоге Кине у светској економији по проспекте интернационализације јуана? Чини се да величина кинеске економије сама по себи није довољна за успешну интернационализацију. Статус валуте се гради на основу поверења у државу емитента, а Кина открива да се поверење не може свести само на удео у светском БДП-у. Другим речима, широка трансакциона мрежа не може да надомести све друге недостајуће претпоставке интернационализације. У избору средстава за постизање циља, Пекинг се превише ослања на оно што је недовољно за успешну интернационализацију валуте.¹⁹⁰

5.1.2. Удео Кине у међународној трговини

За потребе овог рада, позиција Кине у међународној трговини биће анализирана кроз учешће у увозу и извозу робама

185 Процене ММФ-а за Индију су да ће у 2021. години Индија остварити раст БДП-а од 11,5%. Међутим, ако се има у виду да је раст БДП-а у Индији за 2020. годину износио -8%, јасно је колико је већи аутпут који се предвиђа за Кину, упркос номинално нижој стопи раста.

186 Подаци преузети са: International Monetary Fund, *World Economic Outlook Update*, January 2021. Доступно на: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2020/October>, Приступљено: 10.11.2021.

187 Layne 2009, 170, prema: Thomas Oatley, *International Political Economy*, op. cit., p. 63.

188 Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., p. 524.

189 Thomas Oatley, *International Political Economy*, op. cit., p. 63.

190 Benjamin J. Cohen, *Currency Power - Understanding Monetary Rivalry*, op. cit., p. 234.

и комерцијалним услугама. Најкредибилнији извор података о међународној трговини је Светска трговинска организација (СТО), која међутим не прикупља податке за све државе света, већ само за своје чланице. Стога су процентуални удели подложни изменама уколико би се у анализу структуре трговине укључиле и државе нечланице СТО. Те измене би биле незнатне ако се има у виду да СТО има 164 чланице, а да нечланице и посматрачи немају удео у светским трговинским токовима који би значајније утицао на зарачунате процентуалне уделе чланица у светском увозу и извозу. Важно је напоменути и то да на податке о процентуалним уделима утиче и чињеница да чланице СТО нису само државе, већ и *засебне царинске територије* које уживају спољнотрговинску аутономију, што је специфичност СТО, будући да остале међународне економске организације као чланице имају искључиво државе.¹⁹¹ То је и разлог зашто се при анализи удела чланица у светском увозу и извозу Хонг Конг издваја и наводи засебно од Кине.

Табела 5.2. Водећи извозници и увозници у трговини робама за 2020. годину

Ранг	Извозници	Вредност извоза (у милијардама \$)	Удео у светском извозу	Ранг	Увозници	Вредност увоза (у милијардама \$)	Удео у светском увозу
1.	Кина	2591	14.7%	1.	САД	2408	13.5%
2.	САД	1432	8.1%	2.	Кина	2056	11.5%
3.	Немачка	1380	7.8%	3.	Немачка	1171	6.6%
4.	Холандија	674	3.8%	4.	В. Британија	635	3.6%
5.	Јапан	641	3.6%	5.	Јапан	692	3.6%
6.	Хонг Конг	549	3.1%	6.	Холандија	597	3.4%
7.	Ј. Кореја	512	2.9%	7.	Француска	582	3.3%
8.	Италија	496	2.8%	8.	Хонг Конг	570	3.2%
9.	Француска	488	2.8%	9.	Ј. Кореја	468	2.6%
10.	Белгија	419	2.4%	10.	Италија	423	2.4%

Извор: World Trade Organization, *World Trade Statistical Review 2021*. Доступно на: https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/wts2021_e/wts2021_e.pdf, Приступљено: 10.11.2021.

191 Више видети: Predrag Bjelić, *Svetska trgovinska organizacija*, Prometej, Beograd, 2002, str. 75.

Табела 5.3. Водећи извозници и увозници у трговини комерцијалним услугама за 2020. годину

Ранг	Извозници	Вредност извоза (у милијардама \$)	Удео у светском извозу	Ранг	Увозници	Вредност увоза (у милијардама \$)	Удео у светском увозу
1.	САД	684	13.9%	1.	САД	436	9.5%
2.	В. Британија	339	6.9%	2.	Кина	378	8.2%
3.	Немачка	305	6.2%	3.	Немачка	307	6.7%
4.	Кина	278	5.3%	4.	Ирска	296	6.4%
5.	Ирска	262	5.3%	5.	Француска	232	5.0%
6.	Француска	245	5.0%	6.	В. Британија	201	4.4%
7.	Индија	203	4.1%	7.	Јапан	183	4.0%
8.	Сингапур	187	3.8%	8.	Сингапур	172	3.8%
9.	Холандија	186	3.8%	9.	Холандија	169	3.7%
10.	Јапан	156	3.2%	10.	Индија	153	3.3%

Извор: Izvor: World Trade Organization, *World Trade Statistical Review 2021*. Dostupno na: https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/wts2021_e/wts2021_e.pdf, Pristupljeno: 10.11.2021.

Као и у случају удела Кине у светском БДП-у, и у погледу удела у међународној трговини може се уочити растући тренд. Наиме, 1995. удео Кине у светском робном извозу износио је 2.7%, до 2000. је тај удео порастао на 3.86%, а у 2016. Кина је имала удео од 13.12% у светском робном извозу. Растући значај Кине у светској тражњи огледа се и кроз чињеницу да је удео у робном увозу на светском нивоу у 2016. износио 9.83%.¹⁹²

Подаци показују да је значај Кине у међународним трговинским токовима након 2016. године чак и увећан. Кина је у 2020. години била водећи светски робни извозник са уделом од 6.6% поена већим од другопласираних САД. САД се котирају као водећи светски увозници роба и комерцијалних услуга и као водећи извозници комерцијалних услуга. Кина реализује други највећи удео на светском нивоу у увозу роба и комерцијалних услуга, а нешто слабији су резултати по питању извоза комерцијалних услуга, у оквиру ког се Кина налази на четвртм месту по величини удела.

¹⁹² Katarzyna Twarowska, "Analysis of the Use of the Chinese Renminbi as an International Currency, op. cit, p. 6053.

Упркос нешто слабијем уделу у извозу комерцијалних услуга, Кина је у односу на 2019. годину увећала свој удео са 4.6% на 5.3%, престижући на тај начин Француску као четврту економију по извозу комерцијалних услуга. Додатно, уз изузетак Ирске која је у 2020. години једина од првих десет економија по извозу комерцијалних услуга реализовала раст извоза комерцијалних услуга од 6%, Кина бележи најмањи пад извоза комерцијалних услуга поредећи са преосталим водећим извозницима (кинески пад износи 1%, док неке економије попут САД, Јапана и Холандије бележе и двоцифрени пад од 20%, 23% и 32%, респективно).

За утврђивање значаја неке економије за међународну трговину, поред удела у трговинским трансакцијама на међународном нивоу индикативан податак може бити и степен интегрисаности те економије у трговинске токове, односно степен међусобне повезаности те економије са другим економијама путем трговинских токова (*trade interconnectedness*). Овај индикатор важан је и за употребу валуте на међународном нивоу, јер што једна економија има не само већи удео у међународној трговини, већ и што је више повезана са другим економијама путем трговинских трансакција, то се више креирају подстицаји резидената тих других економија да односну валуту употребљавају за своја трговинска поравнања. У последње доступној свеобухватној студији ММФ-а још из 2011. године у оквиру које се нуди рангирање економија на основу критеријума трговинске међусобне повезаности, уочава се да је Кина, по вредностима овог композитног индикатора креираног на основу различитих показатеља, у периоду између 2000. и 2010. године остварила скок са пете на другу позицију по трговинској повезаности (испред Кине је била Холандија, а непосредно иза Белгија и Италија). Уз другу вредност величине удела у међународној трговини, аутори ове студије закључили су се Кина налази на првом месту по системској трговинској важности. С друге стране, иако се по величини удела у међународној трговини САД налазе на првом месту, по степену трговинске повезаности САД заузимају тек 19. место, услед чега се рангирају као шеста економија по системској трговинској важности.¹⁹³

Како удео државе у међународној трговини може утицати на интернационализацију валуте у ширим оквирима? Претпоставка је да учешће јуана у деноминирању трговинских трансакција може довести до веће употребе у прекограничним инвестицијама и

193 Luca Errico and Alexander Massara, "Assessing Systemic Trade Interconnectedness — An Empirical Approach", IMF Working Paper WP/11/214, 2011, pp. 15–23.

међународним финансијским трансакцијама генерално, као што је то био случај са доларом 1920-их. У том смислу, може се очекивати да се извозници у Кину заштите од ризика девизног курса јуана (тј. да врше хедџинг) кроз валутне свопове и куповину фјучерса на тржишту деривата чија вредност зависи од девизног курса (*foreign-exchange derivatives*). Надаље, компаније, приватни инвеститори и централне банке са папирима деноминираним у јуану би инвестирали на кинеско финансијско тржиште. На тај начин јуан би стекао статус валуте међународног значаја не само због улоге у фактурисању и поравнању међународне трговине, већ и због улоге у међународним финансијским трансакцијама. Међутим, до оваквог развоја још увек није дошло – јуан и даље има далеко важнију улогу у међународним трговинским него у међународним финансијским трансакцијама.¹⁹⁴ У одговору на питање зашто је то тако првенствено треба кренути од недостатака кинеског финансијског тржишта.

5.2. Финансијско тржиште Кине – развој и отварање

Финансијско тржиште представља амбијент у ком се повезују понуда и тражња за финансијским инструментима и емитују финансијска потраживања, тј. обавезе. Основни сегменти овог тржишта су тржиште новца и тржиште капитала, са посебним сегментом тржишта деривата у оквиру ког се тргује финансијским инструментима (фјучерсима, своповима и опцијама) који своју привлачност заснивају на умањивању ризика финансијских трансакција. На финансијском тржишту банкарски сектор се појављује у улози посредника између понуде и тражње за финансијским инструментима.¹⁹⁵

Величина финансијског тржишта индикатор је економске снаге државе, која је важна претпоставка процеса интернационализације валуте. Што се тиче кинеског финансијског тржишта, ако се посматра величина тржишта капитала може се уочити значајан раст како у погледу номиналних износа, тако и у погледу удела у укупној вредности тржишта капитала на светском нивоу. Ако се посматра вредност тржишне капитализације тржишта капитала и удели у тој вредности, уочава се да је Кина у 2020. години имала друго по величини тржиште капитала на свету (иза САД, а претекавши ЕУ у периоду 2019-2020), да ово тржиште реализује највећи просечни

¹⁹⁴ Исто, pp. 182–183. За појам хедџинга, фјучерса и деривата чија вредност зависи од девизног курса видети: Branko Vasiljević, *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, 2009.

¹⁹⁵ Branko Vasiljević, *Osnovi finansijskog tržišta*, op. cit, str. 11–16.

међугодишњи раст од свих економија емитената значајних валута (43.3%) а да је у периоду од 2005. до 2020. удео вредности тржишне капитализације овог тржишта у укупној вредности на светском нивоу порастао са 0.9% на 11.6%.¹⁹⁶

Ипак, није величина финансијског тржишта особина овог тржишта која од пресудног значаја утиче на проспекте интернационализације валуте. Историјско искуство показује да је процес интернационализације светских резервних валута текао на међусобно различите начине, али оно што се уочава као константа јесте способност финансијских тржишта држава емитената тих валута да задовоље тражњу на финансијском тржишту. Да би до тога дошло, финансијско тржиште треба да се развије по димензијама ширине (да обезбеђује варијетет различитих финансијских инструмената), дубине (да обезбеђује велики обим свих финансијских инструмената појединачно) и ликвидности (да обезбеђује високу стопу обрта, односно обима трговине).¹⁹⁷

Почетни замајац на развоју кинеског финансијског тржишта постојао је још од средине 1990-их, али је спровођење реформи како би се овај циљ што пре реализовао интензивирано чланством Кине у Светску трговинску организацију 2001. године.¹⁹⁸ Обавезе проистекле из чланства подразумевале су да након истека петогодишњег транзиционог периода захтеви који су се пред банке и осигуравајуће компаније постављали при уласку на кинеско финансијско тржиште, а које се тичу локације седишта и клијената треба да буду укинута (изузев неких мера за осигуравајуће компаније које се тичу животног осигурања и правног осигурања имовине). Пре приступања Кине у СТО умањивање ових рестриктивних мера изазивало је сумњу резидената који су сматрали да веће отварање може нанети велику штету домаћем банкарском и осигуравајућем сектору. У том периоду су ненаплатива дуговања чинила преко 50% активе банака које су махом биле у државном власништву, а удео капитала у резервама био је испод минималне захтеване стопе од 8%. Светска банка процењивала је да ће Кини бити потребно минимум 10 година да реализује ове обавезе проистекле из чланства у СТО. Ипак, показало се да се пројекције дате те 2001. године нису оствариле. Иностране банке су просперирале, а домаће банке

196 Видети: SIFMA, *2021 Capital Markets Fact Book*, July 2021. Доступно на: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/07/CM-Fact-Book-2021-SIFMA.pdf>, Приступљено: 10.11.2021.

197 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., p. 143.

198 Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., p. 539.

су такође прошле кроз значајан напредак под утицајем реформи и настојања прилагођавања међународним стандардима у областима корпоративног управљања и управног банкарског менаџмента. До 2012. удео капитала у резервама достигао је ниво од 13.25%, а удео ненаплативих дуговања смањен је на мање од 1%. И сектор осигурања је доживео просперитет и то без значајнијих негативних утицаја на домаће осигуравајуће компаније. Све ово сугерише да су сектори који су одлучили да допусте увећање конкуренције присуством иностраних компанија на домаћем тржишту и да више учествују у дистрибуцији ресурса на глобалном нивоу реализовали значајан напредак.¹⁹⁹

Процес отварања финансијског тржишта био је двосмерне природе и подразумевао је допуштање приступа домаћем финансијском тржишту од стране нерезидената али и омогућавање резидентима да приступају прекограничним тржиштима. У том смислу значајан допринос представља успостављање прекограничног тржишта у Хонг Конгу. Прва значајна промена датира из 2002. године, када је иностраним инвеститорима са седиштем у Хонг Конгу омогућена куповина хартија од вредности деноминираних у јуану у Кини. У 2004. години омогућено је отварање депозитних рачуна деноминираних у јуану за резиденте Хонг Конга и посебне самоуправне регије Макао. Кинеским портфолио менаџерима 2006. године омогућено је да акције и обвезнице емитоване у иностранству продају домаћим инвеститорима. Прва емисија обвезница деноминираних у јуану (панда обвезнице) у Хонг Конгу догодила се 2007. године. Од 2010. године је прекограничним банкама које учествују у поравнањима трговине допуштено инвестирање у јуану на кинеском међубанкарском тржишту, а 2014. Кина је креирала и везу између тржишта акција Хонг Конга и Шангаја (*The Shanghai–Hong Kong Stock Connect*), омогућујући кинеским штедишама канал за прекограничне инвестиције, а резидентима Хонг Конга већу могућност инвестирања у Шангају. Поред ових мера, олакшице су уведене и за приступ иностраних актера на домаће финансијско тржиште. У 2015. години иностраним централним банкама допуштена је трговина на домаћем девизном тржишту.²⁰⁰ Најскорије иницијативе подразумевају умањивање административних процедура за учешће у финансијским трансакцијама иностраних актера,

199 Huang Haizhou and Zhou Chengjun, "The Strategy of China's Opening-Up under New Circumstances", in: Shao Binhong (ed.), *The World In 2020 According To China*, Koninklijke Brill nv, Leiden, 2014, pp. 202–203.

200 Barry Eichengreen, Arnaud Mehl and Livia Chițu, *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*, op. cit., pp. 183–184.

омогућавање иностраним компанијама да учествују у пословима процене кредитног рејтинга на кинеском међубанкарском тржишту и тржишту обвезница,²⁰¹ као и уклањање праксе пријављивања за инвестиције кроз систем квота.²⁰²

Оваква стратегија развоја и отварања кинеског финансијског тржишта подразумевала је низ реформи које су морале бити спроведене да би конкретне иницијативе у развоју и отварању финансијског тржишта имале резултате. У најкраћем, те реформе су подразумевале:

- Либерализацију каматних стопа – Кина је постепено умањивала контролу над каматним стопама комерцијалних банака. Каматне стопе на зајмовни капитал у потпуности су либерализоване до 2013. године. Од 2012. комерцијалне банке стичу и већу контролу у ценовним подешавањима депозита. Јуна 2015. је допуштено емитовање сертификата о депозитима домаћинствима и нефинансијским институцијама по тржишним каматним стопама за девет великих банака, а до 2015. су каматне стопе на депозите у потпуности либерализоване;
- Осигурање депозита – програм осигурања депозита на националном нивоу успостављен је 2015. године и покрива све банке које прихватају депозите осим филијала иностраних банака. Сматра се да депозити који су осигурани покривају депозите 99% укупног броја депонената;
- Редовну процену резерви – ова процедура уведена је ради увећања ликвидне сигурности. Од септембра 2015. процене резерви врше се према просечној стопи за десетодневни период, а није допуштено да резерве на дневном нивоу падну за више од 1% у односу на захтевани ниво;
- Мере ка уклањању банкарства „у сенци“²⁰³ – ове мере подразумевале су поштравање регулативе и надзора над компанијама емитентима ХоВ и трустовима, активностима на међубанкарском тржишту, емитовању активне високе стопе

201 The People's Bank of China, "PBC Official Interprets Measures for Further Opening Up the Financial Sector", Press Release, date of last update: 24. July 2019. Доступно на: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688241/3688636/3688660/3864659/index.html>, Приступљено: 10.11.2021.

202 The People's Bank of China, "PBC and SAFE Further Facilitate Investment by Overseas Institutional Investors in the Interbank Bond Market", Press Release, date of last update: 18. October 2019. Доступно на: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688241/3688636a/3688660/3905524/index.html>, Приступљено: 10.11.2021.

203 Банкарски систем „у сенци“ (*shadow banking system*) је алтернативни назив за небанкарске финансијске посреднике који пружају услуге сличне оним које пружају комерцијалне банке, али мимо уобичајених банкарских прописа.

приноса и позајмицама ризичним економским секторима. Ефекат ових мера уочава се кроз измењену кредитну структуру: удео кредита који су се раније налазили мимо банкарске регулативе је опао јер је највећи део таквих кредита постао укључен у систем који подразумева поштовање капиталних и провизорних захтева;

- Мере ка успостављању тржишно детерминисаног девизног курса – од 2015. године Народна банка Кине приступа мерама које омогућавају већу зависност вредности девизног курса од тржишних фактора. Ове мере уведене су у циљу умањивања диспаритета између централног паритета и курса на девизном спот тржишту, а увођење детерминисања девизног курса у односу на корпу валута циљала је на умањивање *de facto* зависности јуана од вредности долара и увођење веће флексибилности у одређивању девизног курса између ове две валуте.²⁰⁴

Осим прегледа конкретних поступака на развоју и отварању финансијског тржишта потребно је извршити и евалуацију успеха спроведених реформи. С тим у вези уочавају се различити резултати.

Примећује се и даље присутна доминација банкарског сектора у оквиру ширег финансијског система. Величину банкарског сектора омогућава висок ниво кредитне активности која је подржана великом вредношћу банкарских депозита. На Табели 5.4. приказане су државе редом од најмањег ка највећем односу вредности банкарских депозита и номиналног БДП-а.

Табела 5.4. Вредност банкарских депозита и номинални БДП одабраних економија у милионима USD (први квартал 2021. године)

	Банкарски депозити	Номинални БДП
САД	16.489,354	5.373,682
ЕУ	17.011,761	4.062,785
В. Британија	4.502,503	717,843
Јапан	11.570,454	1.318,837
Кина	34.984,575	3.342,734

Извор: Izvor: CEIC data, *Total deposits*. Dostupno na: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/total-deposits>, Pristupljeno: 10.11.2021. и CEIC data, *Nominal GDP*. Доступно на: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/nominal-gdp>, Приступљено: 10.11.2021.

204 Реформе финансијског тржишта предмет су анализе у: Malhar S Nabar and Camilo E. Tovar, "Chapter 9. Renminbi Internationalization", op. cit., pp. 268–269.

Уочава се да Кина не само да има највећу номиналну вредност банкарских депозита, већ је та вредност и више од 10 пута већа од вредности БДП-а. Иако и друге економије емитенти имају вишеструко већу вредност банкарских депозита од номиналног БДП-а (што је промена у односу на 2010-е године), та вредност је у односу на вредност номиналног БДП-а значајно мања (осим у случају Јапана чија је вредност банкарских депозита готово 9 пута већа од вредности реализованог БДП-а).

Кредитна алокација још увек је под контролом државе и у највећем уделу су кредити усмерени ка корпоративном сектору, нарочито ка компанијама у власништву државе, док су удели кредита за домаћинства знатно мањи. Поредићи са кредитном структуром из 2010. године уочава се да иако се и даље кроз алокацију кредита фаворизује корпоративни сектор, ипак је у протеклих 10 година дошло до промене кредитне структуре. Удео корпоративног сектора у периоду 2010-2020. пао је са 78% на 62%, док је удео кредита одобрених домаћинствима порастао са 22% на 35%. Оно што је још значајно јесте и да се уочава раст удела трансфера ка небанкарским финансијским институцијама, пре свега иностраног карактера, будући да ти трансфери обухватају прекограничне позајмице, активу при међународним финансијским институцијама итсл. Ти удели су и даље скромни и износе 2.6%, али ово свакако представља значајну промену јер су у 2010. години ти удели били толико занемарљиви да чак нису ни забележени у званичној статистици за 2010. годину.

Табела 5.5. Структура кредита Кине према корисницима за 2010. и 2020. годину (у билионима USD)

	2010	2020
Резиденти/домаћинства	1,75	9,86
Нефинансијски/корпоративни сектор и др.	6,19	17,25
Небанкарске финансијске институције	/	0,73
УКУПНО	7,94	27,84

Извор: прорачун аутора на основу The People's Bank of China, *Sources & Uses of Credit Funds of Financial Institutions (by Sectors)*, December 2010. Доступно на: <http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/defaultCurSite/resource/cms/2015/07/2010s01a.htm>, Приступљено: 10.11.2021. и The People's Bank of China, *Sources & Uses of Credit Funds of Financial Institutions (by Sectors)*, December 2020. Доступно на: <http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/defaultCurSite/resource/cms/2021/01/2021011909453426871.pdf>, Приступљено: 10.11.2021. Напомена: вредности у доларима израчунате су на основу девизног курса јуана према долару за 30.10.2021: 1USD = 6,406CNY.

Осим величине, проблем банкарског сектора може представљати и његова структура, будући да је банкарски систем уређен у готово олигополистичком маниру. Наиме до 1990-их година банкарски сектор је имао монолитну структуру са кинеском централном банком као једином институцијом ауторизованом за обављање финансијских трансакција. Током 1990-их успостављају се нове банке, укључујући и низ специјализованих банака. Тада су постављене темељи за будућу важност „Велике четворке“ – четири велике банке у државном власништву које уз Народну банку Кине постају основа кинеског банкарског система (овде се поред Банке Кине (*Bank of China*) убрајају и три специјализоване банке – *Industrial and Commercial Bank of China*, *China Construction Bank* и *Agricultural Bank of China*). У оквиру реформи финансијског система Кина је показала спремност за промену власничке структуре ових банака, организоване су и иницијалне јавне понуде. Ипак, ове банке су и даље већински у државном власништву, а поред тога се налазе на листи 10 највећих банака на свету.²⁰⁵ Будући да је банкарски систем преодоминантно у знаку банака у државном власништву, а да централна банка има велику регулаторну и контролну улогу, јасно је да је значајна контрола државе и даље карактеристична за овај део финансијског система.

Величина и структура банкарског сектора није у складу са повећањем међународне употребе јуана. Политике које фаворизују банкарски сектор у односу на остатак финансијског система представљају велику препреку значајнијем развоју финансијског тржишта. Кредитне дисторзије такође умањују могућности за развој конкурентности домаћег корпоративног сектора. Уз све то, без већег учешћа не само приватних компанија, него и домаћинстава тешко ће се реализовати циљ ликвиднијег финансијског тржишта.²⁰⁶

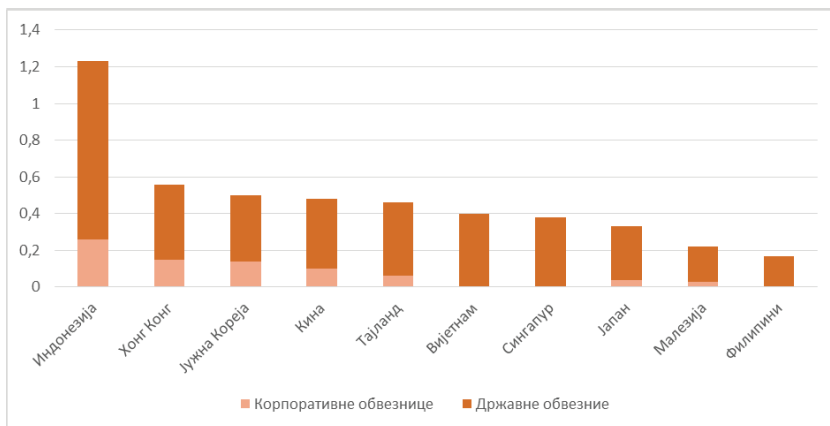
Ипак, управо се у категоријама ликвидности може уочити изванредан напредак. Обим трговине на тржишту капитала значајно је увећан низом реформи, укључујући и допуштања слободне флукуације акција 2005. године. Ликвидност тржишта капитала може бити мерена и стопом обрта на тржишту обвезница, која подразумева обим трговине обвезницама на секундарном тржишту у односу на износ недоспелих обвезница. Што је ова стопа већа, то је секундарно тржиште атрактивније. Графикон 5.1. даје приказ стопе

205 Према: Huang Haizhou and Zhou Chengjun, “The Strategy of China’s Opening-Up under New Circumstances”, op. cit., p. 202

206 Eswar Prasad and Lei Je, “The Renminbi’s Role in the Global Monetary System”, op. cit., pp. 144–145.

обрта за државе ASEAN+3 за које су доступни подаци (подаци нису доступни за Брунеј, Камбоџу, Лаос и Мјанмар) у децембру 2020. године (дати су подаци и за Хонг Конг посебно).

Графикон 5.1. Стопа обрта на тржишту обвезница у одабраним азијским државама (децембар 2020)



Извор: Asian Bonds Online, *Data Portal*. Доступно на: <https://asianbondsonline.adb.org/data-portal/>, Приступљено: 10.11.2021.

Подаци показују да је, иако се кинеско тржиште обвезница налази у групи држава ASEAN+3 које остварују боље резултате по показатељу ликвидности овог тржишта, Кина назадовала у односу на исти посматрани период 2019. године када се налазила на другом месту иза Индонезије. У 2020. години су по стопи обрта на тржишту обвезница испред Кине и Хонг Конг и Јужна Кореја. Стопа обрта корпоративних обвезница и даље је мала (0.1) али ипак постоји, за разлику од неких држава региона (Сингапур, Вијетнам, Филипини) у којима обрта на тржишту корпоративних обвезница готово и да нема. Упркос реализацији напретка, ове азијске растуће економије и даље поприлично заостају за развијеним државама емитентима међународно значајних валута у категоријама обима трговине на тржишту капитала.

Стопа обрта на тржишту обвезница, уз гореизнете податке о величини кинеског тржишта капитала мерене тржишном капитализацијом имају позитиван утицај и на дубину тржишта капитала. Па ипак, иако тржиште капитала обезбеђује финансијске инструменте деноминирани у јуану и за домаће и за стране инвеститоре, још увек постоје значајне препреке за партиципацију иностраних инвеститора на овом тржишту (о чему ће више речи бити

у поглављу 5.3). Уз све то кинеско тржиште акција и даље је изложено волатилним кретањима под утицајем сумње у макроекономске политике. У најкраћем, иако се напредак у категоријама величине, ликвидности и дубине тржишта капитала не може порекнути, ово тржиште још увек није довољно либерализовано, тржиште акција је волатилно, а јављају се и ризици везани за политику фиксног девизног курса. Све ово доводи до тога да дубоко тржиште капитала под утицајем других фактора не пружа довољно добру основу за интернационализацију јуана.

Упркос препрекама у другим областима, важно је навести и остале индикаторе на основу којих се може уочити напредак у развоју финансијског тржишта. Индикативно је у том смислу посматрати и величину тржишта обвезница у номиналним износима и у процентуалним уделима у односу на укупну вредност тржишта обвезница на светском нивоу, али и структуру тржишта обвезница. Тиме се могу уочити значајне промене које се тичу кинеског тржишта дужничких хартија од вредности као важног сегмента финансијског тржишта.²⁰⁷

Табела 5.6а. Економски актери са највећом вредношћу тржишта недоспелих (а *stid* g) обвезница (у милијардама USD)

	САД	ЕУ27	Кина	Јапан	В. Британија	Укупна вредност (на светском нивоу)
2005	22.133.4	13.190.4	912.3	9.162.1	3.156.0	51.825.1
2006	23.865.4	15.894.0	1.198.3	9.090.3	3.989.8	57.726.0
2007	26.128.1	19.311.6	1.704.5	9.852.1	4.406.8	66.176.9
2008	28.012.9	20.255.0	2.228.0	12.329.9	4.099.6	71.058.5
2009	29.012.8	24.099.4	2.557.9	12.268.5	5.280.9	78.489.8
2010	30.194.2	23.322.0	3.065.3	14.604.1	5.210.2	82.225.6
2011	31.009.3	23.465.3	3.528.4	15.809.1	5.587.2	85.521.9
2012	32.257.9	24.307.1	4.294.1	14.251.5	5.928.8	87.873.9
2013	33.266.0	24.988.9	4.960.8	11.907.1	5.851.0	87.765.0
2014	34.288.5	22.075.9	5.835.3	10.556.1	6.169.5	85.775.7
2015	35.324.0	19.872.7	7.752.6	10.636.9	5.891.5	86.814.0
2016	36.724.3	19.381.3	9.406.8	11.246.9	5.430.0	89.885.6

207 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., p. 146.

2017	37.900.6	22.130.8	11.757.0	11.930.4	6.030.2	98.413.0
2018	39.454.5	21.440.7	12.906.9	12.474.2	5.755.5	100.515.5
2019	41.232.3	21.796.6	14.725.9	12.824.5	6.288.3	105.914.4
2020	47.237.0	25.226.0	18.555.6	14.678.3	7.172.4	123.469.6

Извор: World Federation of Exchanges, према: SIFMA, *2021 Capital Markets Fact Book*, July 2021. Доступно на: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/07/CM-Fact-Book-2021-SIFMA.pdf>, Приступљено: 10.11.2021.

Табела 5.66. Економски актери са највећом вредношћу тржишта недоспелих (а *stid* г) обвезница капитала - удели у укупној вредности на светском нивоу

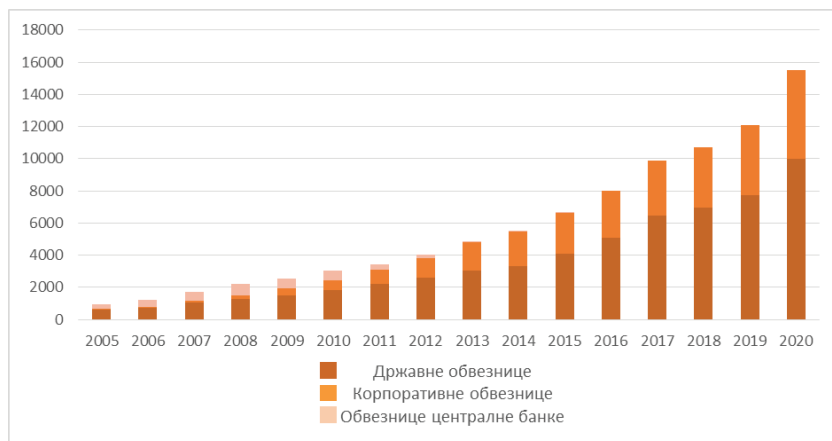
	САД	ЕУ27	Кина	Јапан	В. Британија	Укупна вредност (на светском нивоу)
2005	42.7%	25.%	1.8%	17.1%	6.1%	100%
2006	41.3%	27.5%	2.1%	15.7%	6.9%	100%
2007	39.5%	29.2%	2.6%	14.9%	7.1%	100%
2008	39.4%	28.5%	3.1%	17.4%	5.8%	100%
2009	37.1%	30.7%	3.3%	15.6%	6.7%	100%
2010	36.7%	28.4%	3.7%	17.8%	6.3%	100%
2011	36.3%	27.4%	4.1%	18.5%	6.5%	100%
2012	36.7%	27.7%	4.9%	16.2%	6.7%	100%
2013	37.9%	28.5%	5.7%	13.6%	6.7%	100%
2014	40.0%	25.7%	6.8%	12.3%	7.2%	100%
2015	40.7%	22.9%	8.9%	12.3%	6.8%	100%
2016	40.9%	21.6%	10.5%	12.5%	6.0%	100%
2017	38.5%	22.5%	11.9%	12.1%	6.1%	100%
2018	39.3%	21.3%	12.8%	12,4%	5.7%	100%
2019	38.9%	20.6%	13.9%	12.1%	5.9%	100%
2020	38.3%	20.4%	15.0%	11.9%	5.8%	100%

Извор: World Federation of Exchanges, према: SIFMA, *2021 Capital Markets Fact Book*, July 2021. Доступно на: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/07/CM-Fact-Book-2021-SIFMA.pdf>, Приступљено: 10.11.2021.

За разлику од укупне вредности кинеског тржишта капитала која је имала успоне и падове, вредност кинеског тржишта обвезница има константно растући тренд, тако да данас представља треће по величини тржиште обвезница на свету. Док је на светском нивоу вредност тржишта обвезница у 2020. око 2.5 пута већа од вредности овог тржишта у 2005. години, вредност тржишта обвезница Кине је чак 20 пута већа 2020. године у односу на вредност из 2005, а процентуални удео овог тржишта у односу на светски ниво повећан је са скромних 1.8% на 15%.

Што се тиче структуре овог тржишта, приметно је да доминантне уделе и даље имају државне обвезнице (и у 2005. и у 2020. ти удели су износили око 64%), али се у посматраном периоду јасно може уочити значајан раст удела корпоративних обвезница. Ове обвезнице до почетка 2000-их имале су незнатне уделе. Чак су у периоду 2005-2009. већи значај имале обвезнице централне банке од обвезница корпоративног сектора (у 2005. удео корпоративних обвезница износио је свега 5.3%). У 2010. години корпоративне обвезнице сустигле су по вредности обвезнице централне банке, да би их у 2011. и престигле, и након тога креће нагли раст њихове вредности. У 2020. години удео корпоративних обвезница износио је 35.8%.

Графикон 5.2. Структура кинеског тржишта обвезница (у милијардама USD)



Извор: Asian Bonds Online, *Data Portal*. Доступно на: <https://asianbondsonline.adb.org/data-portal/>, Приступљено: 10.11.2021.

Раст тржишта обвезница сугерише да се реформе финансијског тржишта спроводе уз посвећеност циљу интернационализације јуана. Ипак, за стицање статуса светске резервне валуте, ако се посматра досадашњи напредак на финансијском тржишту, Кина ће ипак морати да сачека.²⁰⁸

Што се тиче тржишта новца, уочава се да је прекогранични оптицај банкнота јуана у 2020. доживео благи пад, јер је унапређење система плаћања картицама и клиринг система умањило потребе за изношење готовине ван државе.²⁰⁹ Такође, ако се посматра девизно тржиште уочава се релативна неразвијеност у односу на друге развијене државе која потиче од чињенице ограниченог приступа овом тржишту за иностране актере. Тек 2005. године Кина је допустила нефинансијским компанијама и небанкарским финансијским институцијама ограничено учешће на девизном тржишту.²¹⁰ Временом је приступ девизном тржишту увећаван, а као што је већ поменуто од 2015. допуштено је и централним банкама других држава да учествују на кинеском девизном тржишту.

Реализација напретка на посебном сегменту финансијског тржишта – тржишту деривата још увек је скромна. Диверсификованост и ликвидност тржишта деривата доприноси глобалној улози јуана. Кину одликује развијено тржиште робних фјучерса, али иако је ово значајно из угла развоја финансијског тржишта велики обим робних фјучерса са становишта интернационализације јуана мање је значајан од постојања развијеног тржишта финансијских фјучерса.²¹¹ Прекогранично тржиште деривата развијено је у категоријама опција, фјучерса, свопова и других инструмената. Према последње доступним подацима Народне банке Кине, на тржишту у Сингапуру у 2019. години реализован је годишњи раст обима трговине фјучерсима од преко 70%. Годишњи раст обима трговине фјучерсима од 10% реализован је и на тржишту у Хонг Конгу, док је на тржишту у Тајвану тај раст износио 13%.²¹² Упркос овом расту, домаће тржиште деривата, као и прекогранично тржиште јуанских деривата још увек је мало ако се пореди са тржиштима других развијених земаља.

Све у свему, велики помак остварен је у развоју финансијског тржишта у категоријама његове ширине, дубине и ликвидности.

208 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., p. 152.

209 The People's Bank of China, *RMB Internationalization Report*, op. cit.

210 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., p. 158.

211 Исто, p. 159.

212 The People's Bank of China, *RMB Internationalization Report*, op. cit.

Ипак, ако се настоји постигнути циљ интернационализације јуана потребно је обезбедити већи приступ тржишту капитала за иностране инвеститоре како би се задовољила њихова тражња за финансијским инструментима.²¹³ Иако постоје бројне студије које наводе да либерализација тржишта капитала може представљати велики ризик по домаћи финансијски систем,²¹⁴ уколико се спроводи постепено либерализација рачуна капитала може довести до значајних користи. Овај процес не само да побољшава ликвидност тржишта капитала у растућим економијама, већ уз омогућавање приступа иностраних банака може повећати ниво конкурентности банкарског система, што је у интересу домаћих штедиша и зајмопримаца. Отворен рачун капитала може убрзати и реализацију циља успостављања Шангаја као међународног финансијског центра. Уколико је праћен већом флексибилношћу девизног курса, овај процес може довести до преласка на уравнотеженији модел раста са већим нивоом приватне потрошње, уместо раста зависног од извоза и инвестиција.²¹⁵ Наредно поглавље посвећено је процесу либерализације тржишта капитала, току овог процеса и његовим препрекама.

5.3. Либерализација кинеског тржишта капитала

Либерализација тржишта капитала представља важну карактеристику савременог финансијског система. Покретање овог процеса до скоро се узимало као почетна тачка стратегије спровођене у циљу већег нивоа интеграције појединачних држава у међународни финансијски систем. Међутим, искуство 1990-их година (искуство криза држава Јужне Америке и Азијске финансијске кризе) довело је у питање спремност држава да покрену процес либерализације тржишта капитала због сумње у шире последице које тај процес може креирати. Фишер (*Stanley Fischer*) истиче да као и либерализација трговинских токова, и слободно кретање капитала омогућава ефикаснију глобалну алокацију штедње и бољу диверзификацију ризика.²¹⁶ С друге стране, лауреат Нобелове награде Џозеф Стиглиц

213 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., pp. 152–153.

214 Видети нпр: Tamim Bayoumi and Franziska Ohnsorge, "Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China", IMF Working Papers 13(189):1, January 2013.

215 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., p. 142.

216 Видети: Stanley Fischer, "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", in *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, Essays in International Finance No. 207, May 1998, International Finance Section, Princeton University Press, pp.1–10.

(Joseph E. Stiglitz) је 2001. године управо и стекао ову награду бавећи се доказивањем негативних ефеката либерализације тржишта капитала. Према Стиглицу, уместо усмеравања токова капитала ка економијама са највишом стопом приноса на капитал и на тај начин генерисања економског раста, краткорочни спекулативни токови капитала су обично волативни и дестабилизујући, одликује их проциклична природа, па због тога могу довести до креирања финансијске нестабилности.²¹⁷

Да процес либерализације капитала може имати различите ефекте на економије држава показују и емпиријске студије. Клајн (Michael W. Klein) показује да либерализација тржишта капитала има различите ефекте на економски раст у зависности од државе у којој се спроводи – државе средњег дохотка реализују корист, док су у случају веома богатих или веома сиромашних држава та корист упитна. Ли и Жанг (Li and Zhang) показују да је либерализација директних инвестиција у већој мери подстиче нестабилност у земљама у развоју него што је то случај са развијеним земљама.²¹⁸ У претходним годинама се може уочити да чак и ММФ као институција која представља основу савременог међународног монетарног система нема јединствен став по питању ефеката либерализације тржишта капитала. Управо ова амбивалентност ММФ-а је и довела до тога да не постоји велики међународни притисак на Кину да либерализује своје тржиште капитала, за разлику од притисака који се јављају у домену политике девизног курса јуана. И поред чињенице да ММФ нема јединствен став у вези са овим питањем, ипак је важно истакнути да и ММФ-ови званичници праве разлику између *пуне* конвертибилности и *слободне* конвертибилности валуте, сматрајући да пуна конвертибилност, будући да је неопходна у оквиру шире стратегије реформи управљања девизним курсом, треба да буде реализована као циљ кроз либерализацију тржишта капитала. Другим речима, ММФ сматра да је потребно ослободити токове на тржишту капитала само до оног нивоа који омогућава пуну конвертибилност валуте, дакле не успоставити потпуну слободу конвертовања (без рецимо обавезе подношења захтева или извештаја надлежном органу о токовима капитала), већ само да све ставке текућег и рачуна капитала могу бити конвертоване.²¹⁹

217 Видети: Joseph E. Stiglitz, "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", *World Development*, Vol. 28, No. 6, 2000, pp.1075–1086.

218 Klein (2003) i Li and Zhang (2008), према: Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., pp. 308–309.

219 Joseph Yam, "A Safe Approach to Convertibility for the Renminbi", Working Paper No. 5, Institute of Global Economics and Finance, The Chinese University of Hong Kong, April 2011,

Што се конкретно Кине тиче, упркос чињеници да је текући рачун Кине либерализован до 2009. године, Кетлин Волш (*Kathleen Walsh*) са Универзитета у Сиднеју наводи да се кинеско тржиште капитала и даље налази под великом контролом и препрекама слободном кретању капитала и да и поред намере за либерализацијом овог тржишта редослед и темпо реформи и даље није довољно прецизиран.²²⁰

Конкретни кораци Кине ка либерализацији тржишта капитала почињу настојањима да се успостави конвертибилност рачуна капитала, односно могућност конверзије домаће за иностране валуте и употреба домаће валуте на девизним тржиштима у циљу реализације прекограничних капиталних трансакција. На Трећој пленарној седници четрнаестог Централног комитета Комунистичке партије Кине одржаној 1993. по први пут је истакнут циљ постизања пуне конвертибилности јуана. Већ 1996. Кина је испунила обавезе које проистичу из Клаузуле VIII Статута ММФ-а и формално најавила конвертибилност текућег рачуна. Економским напретком Кине с почетка 21. века, уз реформу каматних стопа, девизног курса, банака у државном власништву и финансијског тржишта постављени су основи за реализацију циља конвертибилности рачуна капитала. Па ипак, конвертибилност рачуна капитала остала је на ниском нивоу, креирајући препреке прекограничној трговини и инвестицијама, негативно утичући на степен отворености финансијског тржишта уопште и креирајући препреке усмеравању финансијских фондова ка реалном сектору. Чини се да Кина и даље жели да задржи свој надзор над прекограничним токовима капитала. Кинески званичници треба да имају на уму да конвертибилност рачуна капитала не значи и потпуно неконтролисана прекограничне токове и да процес успостављања конвертибилности подразумева простор за извесна прилагођавања у смислу надзора над сумњивим фондовима, иностраним дугом и краткорочним токовима капитала зарад очувања финансијске стабилности. Штавише, безбедан приступ овом питању и подразумева извесну флексибилност у креирању и спровођењу мера ка отварању рачуна капитала, како би се осигурало да сваки корак иде у прилог поправљања финансијских услова у земљи и иностранству.²²¹

pp. 5–7 i 20–21.

220 Kathleen Walsh, “The gradual internationalisation of the RMB”, *East Asia Forum*, 23 October 2019. Доступно на: <https://www.eastasiaforum.org/2019/10/23/the-gradual-internationalisation-of-the-rmb/>, Приступљено: 10.11.2021.

221 Huang Haizhou and Zhou Chengjun, “The Strategy of China’s Opening-Up under New Circumstances”, op. cit., pp. 227–229.

Генерално узевши, могу се идентификовати три важна предуслова за реализацију циља либерализације тржишта капитала: снажан домаћи банкарски систем, релативно развијено домаће финансијско тржиште (пре свега у категоријама величине тржишта капитала) и постојање уравнотеженог девизног курса валуте (дакле да девизни курс валуте дате државе не буде ни потцењен ни прецењен). Снажан банкарски сектор услов је либерализације тржишта капитала јер уколико се банкарски систем перципира као слаб, отварање рачуна капитала би у тим условима подстакло бекство капитала ка иностраним банкама, а тиме и шпекулативне нападе на вредност домаће валуте. Други услов развоја финансијског тржишта са посебним нагласком на развој тржишта капитала важан је јер уколико је ово тржиште развијено постоје додатни извори фондова за корпоративни сектор, чиме се креира конкуренција за домаће банке и подиже ниво ефикасности банкарског система. Додатно, уколико је тржиште капитала довољно дубоко, то олакшава уклањање рестриктивних мера на токове капитала будући да дубоко тржиште капитала може апсорбовати токове капитала великог обима без креирања мехура на домаћем тржишту. На крају, уравнотеженост девизног курса је важна јер потцењеност или прецењеност валуте подстиче очекивања кретања вредности валуте у супротном смеру, чиме се увећава могућност за шпекулативне токове капитала.²²²

У претходном поглављу анализирана су питања развоја и величине кинеског банкарског сектора и уочена је апсолутна доминација овог сектора у оквиру финансијског система. Банкарски систем Кине може се сматрати стабилним аспектом кинеског финансијског система, са реномираним банкама које спадају у највеће банке на свету. Па ипак, недостатак кинеског банкарског система може се уочити управо кроз његову релативну величину у односу на остатак финансијског система и још увек постојећи низак ниво конкурентности. Поред услова стабилности банкарског система уопште, посебан фактор који може утицати на либерализацију тржишта капитала, а непосредно је повезан са карактеристикама банкарског сектора, јесте и режим каматних стопа. Либерализација каматних стопа значајна је за либерализацију тржишта капитала из најмање два разлога. Прво, рестриктивни режим над каматним стопама посматра се као врста финансијске репресије која се мора уклонити пре либерализације рачуна капитала. У супротном

222 Nicholas Lardy and Patrick Douglass, "Capital Account Liberalization and the Role of the Renminbi", Working Paper 11-6, Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., February 2011, p. 3-7.

може доћи до тога да депоненти своје фондове изместе ван државе, услед чега криза ликвидности банкарског система може бити очекивани сценарио. Друго, либерализација каматних стопа подиже ниво конкурентности домаћег банкарског система, а тиме се креирају подстицаји за ефикаснију алокацију фондова.²²³ Као што је већ наведено Народна банка Кине приступила је постепеном умањивању контроле над процесом дефинисања каматних стопа од стране комерцијалних банака, каматне стопе на зајмовни капитал су у потпуности либерализоване 2013. године, а каматне стопе на депозите 2015. године.

Раније су изнети и подаци о величини кинеског тржишта капитала кроз тржишну капитализацију, удео у укупној вредности на светском нивоу за тржиште капитала у целини, као и за тржиште обвезница као његовог посебног сегмента. Уочено је да је по овим индикаторима кинеско тржиште обвезница друго по величини тржиште на свету, одмах иза САД, а пре тржишта обвезница ЕУ, док се по вредности тржишне капитализације тржиште капитала налази иза САД и ЕУ. Осим овога изнети су и подаци који сведоче о свеукупном развоју финансијског тржишта, стога би се могло закључити да је услов развоја финансијског тржишта у начелу задовољен. Па ипак, иако је у начелу тржиште капитала довољно велико, чак и реализује довољну стопу обрта у односу на величину, из угла инвеститора ипак постоје недостаци кинеског тржишта капитала у виду мањка транспарентности, велике волатилности и снажног државног регулаторног присуства.²²⁴

Што се тиче политике девизног курса, велики број студија показује да отварање рачуна капитала без успостављања флексибилног девизног курса валуте може бити ризично. Фиксни девизни курс или девизни курс са уским распоном око паритета отежава суочавање са ризиком волатилности токова капитала јер такав девизни курс не може бити употребљен за апсорпцију шокова проузрокованих наглим бекством капитала. Такође, у извесним околностима токови капитала могу и отежати управљање девизним курсом. Ова питања од нарочитог су значаја за Кину, која је подразумевала спровођење политика у овој комбинацији: затворени рачун капитала + фиксни девизни курс. Ипак, тенденција ка отварању рачуна капитала у циљу интернационализације јуана намеће ограничења оваквој комбинацији политика, доводећи у

²²³ Исто, р. 6.

²²⁴ Barry Eichengreen, Arnaud Mehl and Livia Chițu, *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*, op. cit., р. 188.

питање успех спровођења стратегије либерализације капитала.²²⁵ Детаљнија анализа кинеске политике девизног курса дата је у поглављу 5.4.

Како изгледа процес либерализације кинеског тржишта капитала до сада? Још почетком 1990-их Кина је предузела прве значајне кораке ка умањивању препрека за стране директне инвестиције (СДИ). Ти кораци подразумевали су измештање процеса надзора и одобрења СДИ са централног на локални ниво власти; ублажавање захтева према којима су СДИ могле ући у Кину само као део заједничких улагања и допуштање да већи део СДИ у Кину буде инвестиран од стране компанија у потпуном иностраном власништву; увећање концесија за иностране инвеститоре у форми пореских олакшица; увећање менаџерске аутономије у области одређивања цена и доношења финансијских одлука; умањивање контроле над сектором услуга, укључујућу и банкарски сектор. Улазне СДИ у производни сектор су готово у потпуности либерализоване уз изузетак неких стратешких сектора, попут пољопривреде, а у неким случајевима постоје и ограничења у погледу форме и удела иностраног власништва у компанијама. Будући да се и сектор телекомуникација сматра стратешким сектором, у овом сектору постоје извесна ограничења, а ограничења постоје и за неке друге делатности у сектору услуга (за делатност комерцијалних банака, осигуравајућих компанија, институционалних инвеститора итсл).²²⁶

За анализу даљег тока овог процеса важно је напоменути да су у својој студији Прасад (*Eswar Prasad*) и Је (*Lei Je*) показали да је 2009. године отвореност тржишта капитала Кине била на знатно нижем нивоу у односу на остале економије емитенте значајних валута. Степен *de jure* отворености мерен је тзв. Чин-Ито (*Chinn-Ito*) индексом, а већа вредност овог индекса показује већу де јуре отвореност тржишта капитала. Максимална достигнута вредност индекса у овој конкретној студији била је 2.48 и ову вредност имале су све економије емитенти значајних резервних валута, док је вредност Чин-Ито индекса за Кину била 1.15. Ова вредност сугерише значајно већи степен затворености тржишта капитала Кине у односу на остале посматране економије који потиче од снажног регулаторног притиска државе. Ипак, значајна промена у правцу умањења нормативних препрека реализована је баш те 2009. године,

225 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., pp. 134–136.

226 Nicholas Lardy and Patrick Douglass, "Capital Account Liberalization and the Role of the Renminbi", op. cit., p. 9.

будући да је олакшан процес скрининга инвеститора и подношења захтева за дозволу директног инвестирања ка иностранству, чиме су донекле умањене регулаторне препреке над излазним токовима СДИ.²²⁷

Тренутна ситуација која се тиче *de jure* отворености тржишта капитала подразумева и даље значајно присутну контролу државе над токовима капитала. Трансакције ка иностраним валутама од стране појединаца и даље се врше само у банкама уз идентификационе документе у циљу праћења реализованих износа трансакција у току године. И даље је, као и у 2010. години, на годишњем нивоу допуштена вредност трансакција ка иностраним валутама у износу еквивалентном вредности 50 000 USD. Ипак, за разлику од 2010. године, могућа је куповина иностраних валута и у вишим износима али само уз документа која представљају доказ о оправданости таквих трансакција која се подносе у банкама. Што се тиче улазних и излазних инвестиционих токова, и даље је главни ауторитет Државна администрација за девизне трансакције (*State Administration of Foreign Exchange – SAFE*) која надзире испуњеност услова за инвестирање, а у надлежност јој је поверено и додељивање квота инвеститорима. Прописани су строги услови које иностране комерцијалне банке, осигуравајуће компаније и институционални инвеститори (попут пензионих фондова) морају испуњавати да би инвестирали у Кину, а тичу се питања попут периода који је протекао од тренутка оснивања до тренутка намере инвестирања, као и укупне вредности капитала и реализоване добити у претходној фискалној години. Што се тиче осталих инвеститора, ограничења су дефинисана Законом о иностраним инвестицијама који дели пројекте у које инострани инвеститори могу улагати на оне за који се инвестиције охрабрују, за које се инвестиције подстичу, пројекте за које су инвестиције ограничене и забрањене. У том закону наводе се области у којима је инвестирање ограничено и забрањено, а за области које нису наведене у закону сматра се да се инвестиције охрабрују и/или допуштају. Репатријација профита за иностране инвеститоре допуштена је у износима нижим од оних еквивалентним вредности 50 000 USD. За веће износе потребно је да кинеске банке верификују документоване доказе о ревизорској контроли компаније, плаћању пореза и подели репатрираног профита акционарима компаније. Што се тиче излазних инвестиција, готово 99% излазних токова капитала потпада у режим обавезне регистрације. Осим

227 Eswar Prasad and Lei Je, “The Renminbi’s Role in the Global Monetary System”, op. cit., pp. 131-132.

регистрације, у случају неких излазних инвестиција потребна је и дозвола државе. Ради се о инвестирању у државе (тј. компаније са седиштем у државама) са којима Кина нема дипломатске односе, које се налазе на листи санкција УН или које је Министарство трговине ставило на списак држава за које је потребна посебна дозвола приликом инвестирања. Излазне инвестиције пријављују се Националној комисији за развој и реформе (*National Development and Reform Commission – NDRC*) и Министарству трговине, а региструју при банкама. Излазне СДИ могу вршити само државне и приватне компаније. Осим у посебним случајевима и са посебним дозволама, физичким лицима није допуштено да предузимају СДИ ка иностранству.²²⁸

Овакав регулаторни оквир свакако да не креира пожељан инвестициони амбијент. Додатно нарушавање визије инвеститора о сигурности инвестиционих подухвата представља и издавање нових смерница за приватне компаније у септембру 2020. године у циљу подсетника да упркос власничкој структури те компаније и даље морају да служе држави. Ове смернице подразумевају постављање званичника Комунистичке партије у приватне фирме од стране владе. Поједине компаније условљене су да обезбеде да руководство води пословну политику у складу са државним циљевима претњама ускраћивања кредита, а у неким случајевима недисциплиноване компаније су потпуно преузете и апсорбоване у државна предузећа. Забележен је и случај личне интервенције председника Си Ђинпинга (*Xi Jinping*) у циљу спречавања да једна од највећих кинеских приватних компанија “Ant Group” прода акције у вредности од 34 милијарде долара.²²⁹ Дакле, не само да постоје регулаторне препреке самом процесу инвестирања, већ се држава меша и у процес пословања, а све заједно не може бити подстицајно приликом доношења одлуке иностраних компанија о инвестиционој дестинацији.

Па ипак, новије најаве Народне банке Кине сведоче о намери ублажавања овако строге и рестриктивне регулације. Осим олакшавања административних процедура за праксе репатријације профита и активности везане за обраду дознака, очекује се и укидање

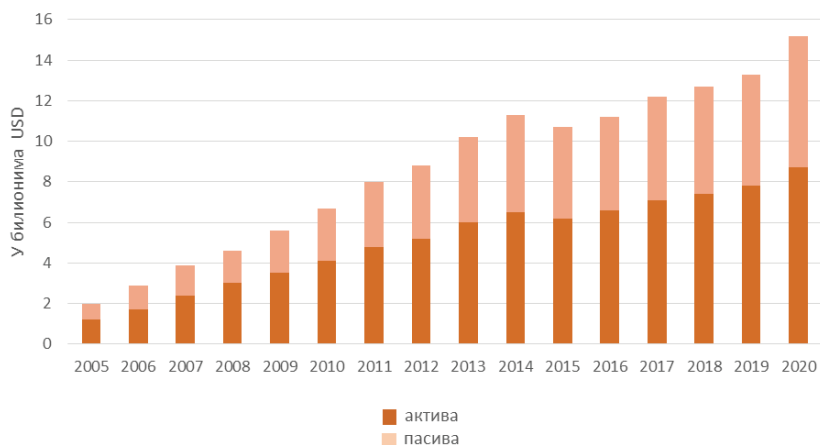
228 International Monetary Fund (E-library), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions – Country Reports*. Доступно на: <https://www.elibrary-areaer.imf.org/Pages/Reports.aspx>, Приступљено: 10.11.2021.

229 Dragan Štavljanin, „Da li je Kina sama sebi najveći protivnik?”, *Radio Slobodna Evropa*, 5. Januar 2021. Доступно на: <https://www.slobodnaevropa.org/a/da-li-je-kina-sama-sebi-najve%C4%87i-protivnik-31033341.html>, Приступљено: 10.11.2021.

праксе пријављивања за квоте (које је досада одобравао SAFE) пре инвестирања на домаћем тржишту.²³⁰

Осим ове *de jure* процене отворености тржишта капитала, могуће је извршити и де факто оцену кроз утврђивање укључености Кине у глобално финансијско тржиште. Као индикатор за овакву оцену може се користити бруто екстерна позиција Кине, која мери укупан збир финансијске активе и пасиве. На Графиконима 5.3а и 5.3б дат је приказ ове позиције у укупној вредности у билионима долара и кроз уделе у БДП-у. Може се уочити изванредан раст бруто екстерне позиције у претходном периоду – у 2020. години, посматрано у билионима долара, бруто екстерна позиција је порасла са 2,3 колико је износила 2005. године на 15,2 билиона долара, дакле има готово седам пута већу вредност. Посматрано у односу на БДП, упркос томе што је у односу на 2014. дошло до малог пада релативно посматрано, бруто екстерна позиција у 2020. години и даље има већу вредност од вредности реализованог БДП-а.

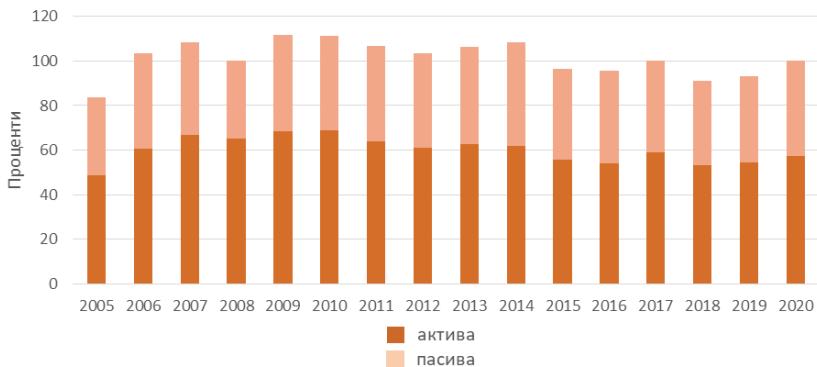
Графикон 5.3а. Бруто екстерна позиција Кине 2005-2020.



Извор: International Monetary Fund, *International Financial Statistics*. Доступно на: <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b&sId=1409151240976>, Приступљено: 10.11.2021.

230 The People’s Bank of China, “PBC & SAFE Remove QFII / RQFII Investment Quotas and Promote Further Opening-up of China’s Financial Market”, op. cit.

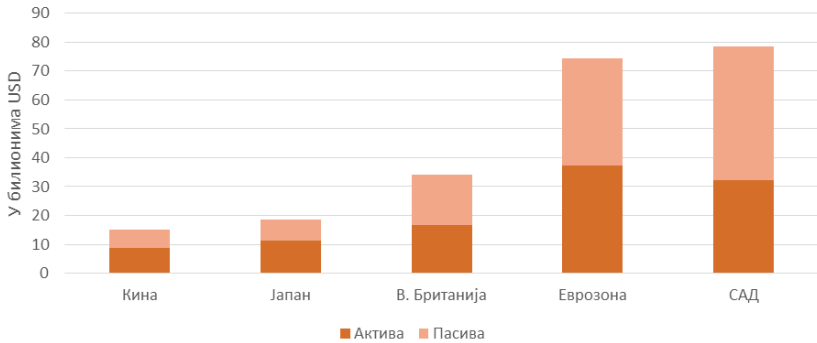
Графикон 5.3б. Бруто екстерна позиција Кине 2005-2020. кроз удео у БДП-у



Извор: Прорачун аутора на основу International Monetary Fund, *International Financial Statistics*. Доступно на: <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b&sId=1409151240976>, Приступљено: 10.10.2021, и World Bank, *World Bank Data by Country – China*. Доступно на: <https://data.worldbank.org/country/china>, Приступљено: 10.11.2021. Подаци о БДП-у за 2020. годину су кинески званични подаци.

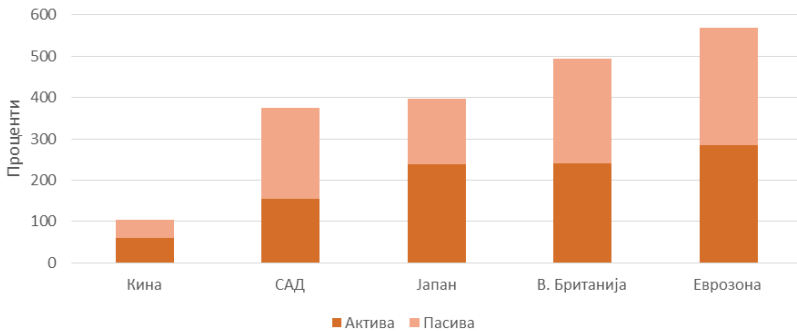
Поредећи са другим земљама у развоју, Кина остварује знатно боље резултате по питању степена интегрисаности у глобално финансијско тржиште. Мерено бруто екстерном позицијом Кина је далеко испред држава осталих држава БРИКС-а (бруто екстерна позиција осталих чланица, у билионима долара је редом: Јужноафричка република 0.9 билиона USD, Индија 2 билиона USD, Бразил 2.5 билиона USD и Русија 2.7 билиона USD). Ипак, компарација са економијама емитентима валута међународног значаја (дата на Графиконима 5.4а. и 5.4б.) креира другачију слику.

Графикон 5.4а. Бруто екстерна позиција одабраних економија у 2020. години



Извор: International Monetary Fund, *International Financial Statistics*. Доступно на: <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b&slId=1409151240976>, Приступљено: 10.11.2021.

Графикон 5.4б. Бруто екстерна позиција одабраних економија за 2020. годину кроз удео у БДП-у



Извор: прорачун аутора на основу International Monetary Fund, *International Financial Statistics*. Доступно на: <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b&slId=1409151240976>, Приступљено: 10.10.2021, и World Bank, *World Bank Data by Country – China*. Доступно на: <https://data.worldbank.org/country/china>, Приступљено: 10.11.2021. Подаци о БДП-у за 2020. годину су званични подаци влада појединачних економија.

Посматрано и кроз компарацију номиналних вредности бруто екстерне позиције, али и кроз вредност те позиције у односу на БДП, Кина значајно заостаје за другим економијама које емитују валуте највећег међународног значаја. У категоријама номиналних износа, Кина има највише шанси да сустигне Јапан, будући да је вредност

бруто екстерне позиције Јапана у 18.7, а кинеске 15.2 билиона USD. Све друге економије су далеко испред, са САД на врху са пет пута већом вредношћу бруто екстерне позиције. Посматрано у односу на БДП та разлика се чини и још већом. Док је кинеска бруто екстерна позиција једва већа од БДП-а, друге економије реализују вредност бруто екстерне позиције која је за три, четири па чак и готово шест пута (у случају Евроzone) већа од реализованог БДП-а у 2020. години. Чак и Јапан, ког Кина може достићи за кратак временски период у категоријама номиналне вредности бруто екстерне позиције, има четири пута већу вредност ове позиције од БДП-а.

Сумирањем доказа *de jure* и *de facto* мерења отворености тржишта капитала уочава се да, као и 2010. године, у Кини и даље постоји режим екстензивне контроле над токовима капитала. Извесни напреси ипак постоје, а умањивање регулаторног притиска показује резултате кроз повећање *de facto* отворености рачуна капитала. Ипак, Кина и даље значајно заостаје и по овом показатељу за другим економијама емитентима значајних резервних валута, што сугерише нижи степен интеграције Кине у глобално финансијско тржиште.²³¹

Питање степена отворености тржишта капитала може се повезати и са структуром инвестиција. Ако се посматра међународна инвестициона позиција Кине може се уочити да је у 2020. укупан удео улазних СДИ у финансијској пасиви износио 48%, а портфолио инвестиција 29%. Примећује се и значајан раст обима осталих инвестиција у оквиру финансијске пасиве.²³²

231 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., p. 133.

232 Под осталим инвестицијама подразумевају се разни облици краткорочних и дугорочних трговинских кредита, валутни и банкарски депозити, зајмови од иностраних финансијских институција укључујући и позајмице од ММФ-а, али и утрживе ХоВ и плаћања у вези са међународном трговином. Према: Radovan Kovačević, *Međunarodne finansije*, op. cit., str. 98.

Табела 5.7. Међународна инвестициона позиција Кине у 2010. и 2020. години (у милијардама USD)

	2010	2020
А. Актива		
Укупно	4,119	8,704
1. СДИ	317	2,413
2. Портфолио	257	900
Власничке	63	604
Дужничке	194	296
3. Остале инвестиције	630	2,015
4. Резервна актива	2,914	3,356
Девизне резерве	2,847	3,216
В. Пасива		
Укупно	2,640	6,553
1. СДИ	1,570	3,179
2. Портфолио	434	1,954
Власничке	416	1,254
Дужничке	18	700
3. Остале инвестиције	637	1,408
Нето инвестициона позиција	1,478	2,150

Извор: International Monetary Fund, *International Financial Statistics*. Доступно на: <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b&sId=1409151240976>, Приступљено: 10.11.2021.

Уопште узевши, СДИ се сматрају најоптималнијим типом улазних токова капитала због високог нивоа стабилности и чињенице да углавном подразумевају и трансфер технолошке и менаџерске експертизе. Иако раст нивоа портфолио инвестиција може да се сматра знаком развоја и продубљивања домаћег тржишта капитала, оне представљају већу претњу за домаћи финансијски систем због веће могућности волатилности од СДИ. У сваком случају, структура улазних токова капитала која подразумева највећи укупни удео СДИ и портфолио инвестиција је у складу са циљем алокације ризика међу државама, будући да инострани инвеститори осим капитала који уносе у државу сnose и ризик девизног курса такве инвестиције.²³³

233 Kose, Prasad, and Terrones 2009, prema: Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in

Поред анализе инвестиционе позиције Кине *per se*, значајни су и налази компаративне анализе ове позиције са инвестиционом позицијом других емитената међународно значајних валута. Подаци за овакву анализу дати су Табелом 5.8.

Табела 5.8. Нето инвестициона позиција одабраних економија у 2010. и 2020. години (у милијардама USD)

	САД		Евروزона		Јапан		В. Британија		Кина	
	2010	2020	2010	2020	2010	2020	2010	2020	2010	2020
Нето инвестициона позиција	-2,511	-14,092	-2,047	110	3,150	3,721	-225	-856	1,478	2,150

Извор: International Monetary Fund, *International Financial Statistics*. Доступно на: <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b&sId=1409151240976>, Приступљено: 10.11.2021.

Оно што се може уочити јесте да економије емитенти светских резервних валута одликује диверзитет нето инвестиционих позиција. САД имају изразито негативну инвестициону позицију која је у протеклих 10 година увећана за готово шест пута. Негативни предзнак инвестиционе позиције бележи и Велика Британија и такође је та позиција погоршана у протеклом периоду за готово 4 пута у номиналним износима. У Еврозони је у протеклих 10 година дошло до измене ове позиције, тако да сада бележи позитивне предзнаке, а Јапан традиционално има нето инвестициону позицију са позитивним предзнаком. Варијетет вредности нето инвестиционих позиција сугерише да нето инвестициона позиција сама по себи није кључна детерминанта статуса светске резервне валуте. Другим речима, за стицање овог статуса није нужно одржавање трајног дефицита текућег рачуна, што је супротно ономе што сугерише Трифинова дилема.²³⁴

У процесу либерализације тржишта капитала, нарочито за економије са фиксним девизним курсом валуте, екстерна рањивост може зависти и од нивоа спољног дуга. Кина традиционално има ниске нивое спољног дуга, али чињеница је да јесте дошло и до његовог повећања. Посматрано кроз удео у БДП-у, у односу на 2009. када је тај удео износио свега 8%, у 2019. тај удео је порастао на

the Global Monetary System”, op. cit., p. 138.

234 Eswar Prasad and Lei Je, “The Renminbi’s Role in the Global Monetary System”, op. cit., p. 140.

готово 15%. Процењује се да је у номиналним износима и у 2020. години дошло до раста екстерног дуга, са 2,114 билиона на 2,349 билиона USD.²³⁵ Па ипак, посматрано у односу на друге државе ниво спољног дуга је и даље низак, а величина девизних резерви представља додатну сигурност, тако да се ниво спољног дуга не треба сматрати извором ризика при отварању рачуна капитала.²³⁶

У најкраћем, не треба сматрати да је Кина изложена ризицима отварања рачуна капитала који могу осујетити овај процес и мимо питања девизног курса. Највећи ризик везује се управо за усклађивање политике девизног курса са циљем либерализације тржишта капитала, јер већи ниво отворености рачуна капитала уз нефлексибилне режиме девизног курса може угрозити оперативну независност монетарне политике. Наравно, да би се препреке либерализацији тржишта капитала уклониле на оптималан начин, потребно је наставити и са реформама финансијског система, а пре свега банкарског система у контексту даље либерализације каматних стопа.²³⁷

Након прегледа тока процеса либерализације тржишта капитала, поставља се питање значаја либерализације за интернационализацију јуана. С тим у вези, поједини аутори сматрају да је кинеско тржиште капитала знатно отвореније него што се обично мисли, те да даља либерализација није неопходна да јуан стекне статус светске резервне валуте, нити би била у кинеском интересу. Истиче се да је за потребе фактурисања и финансирања трговине доста важнија дубина и ликвидност финансијског тржишта од прекограничне финансијске либерализације.²³⁸

Па ипак, уочава се да су процеси интернационализације јуана и либерализације кинеског тржишта капитала међусобно допуњујућег карактера – сваки корак у интернационализацији јуана је корак и у либерализацији тржишта капитала, а сваки прогрес у процесу увећања међународног значаја кинеске валуте резултат је напретка у области либерализације рачуна капитала. Након што је ово уочено, Кина почиње да ради на реализацији оба циља истовремено (од 2010. године). Од тада се повремено могу чути питања о складности стратегија за постизање ова два циља. Уочава се да кинески званичници не посматрају либерализацију тржишта капитала као

235 Подаци преузети са: World Bank, *World Bank Data by Country – China*, op. cit.

236 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., p. 138.

237 Исто, pp. 140–141.

238 Marko G. Malović, "To Be or Renminbi Trend in the Evolution of International Monetary System", op. cit., pp. 149–149.

циљ по себи, као нешто чему свакако треба тежити, већ овај процес посматрају само као део шире стратегије интернационализације јуана. Оваква ситуација може утицати на исходе процеса либерализације тржишта капитала и ниво резултата који на том пољу могу бити реализовани.²³⁹ Ако се либерализација рачуна капитала посматра као важна искључиво за сврхе интернационализације јуана, онда ће и успех у области либерализације бити мерен само кроз успехе у процесу интернационализације. Тиме би се могли предузети неки кораци који би можда имали позитиван ефекат на увећање међународног значаја јуана, али би истовремено домаћи финансијски систем могли изложити великом ризику.

5.4. Девизни курс јуана

Девизни курс, као стопа по којој се врше трансакције између различитих валута, представља мост који домаћу економију повезује са светским економским токовима. Од тога да ли је девизни курс прецењен или потцењен или да ли држава успева да одржи девизни курс стабилним зависе какви ће конкретни ефекти девизног курса бити не само по домаћу, него и светску економију. Због тога се често наводи да девизни курсеви имају и велики утицај на међудржавне односе.²⁴⁰ У конкретном случају Кине, политика девизног курса може бити у фокусу анализе из најмање два разлога: тенденције Кине за одржавањем потцењености валуте и политике фиксног девизног курса чији се статус доводи у питање у процесу интернационализације јуана.

Генерално узевши, питање девизног курса јуана у контексту његове интернационализације поставља се првенствено због чињенице да се Кина налази у растројству између два циља: интернационализације валуте и одржавања конкурентности извоза. Наиме, у дужем временском периоду активна политика девизног курса била је део шире стратегије економског раста кроз подстицање извоза. У 2000-им годинама када је Кина реализовала велике трговинске суфиците и велики раст девизних резерви, питање потцењености јуана често је било у фокусу, а бројне емпиријске студије указале су на то да су кинески званичници користили девалвирање јуана као средство подстицања извоза.²⁴¹

239 Yu Yongding, "Revisiting the Internationalization of the Yuan"; op. cit., pp. 253–254.

240 Jeffrey Yi-Lin Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., p. 377.

241 Katarzyna Twarowska, "Reforms of China's exchange rate regime and the renminbi internationalization", *Economics and Law*, Volume 18, Issue 4, December 2019, p. 533.

Потцењеност валуте у циљу подстицања извоза као мотора раста довела је до успостављања нездраве структуре привреде, која је била превише зависна од иностране тражње и до подређивања других елемената макроекономске стабилности овом циљу, будући да је рекордан суфицит биланса трговине подстицао инфлаторне притиске.²⁴² Додатно, оваква употреба девизног курса креира нелојалну конкуренцију и није пракса која се благонаклоно посматра у међународној трговини, будући да се посматра врстом извозних субвенција. Правила Светске трговинске организације у овој области дефинисана су Споразумом о субвенцијама и компензаторним мерама у оквиру ког се дефинишу субвенције, врши њихова класификација и предвиђају процедуре санкционисања за чланице СТО које својим извозницима помажу на штету других предузећа и привреда. Принцип транспарентности СТО налаже да све чланице имају обавезу да обавесте Секретаријат СТО о увођењу низа мера, између осталог и о мерама промена валутног курса са намером повећања извоза. Санкције које могу државе трпети уколико се у истражном поступку утврди кршење ових правила огледају се кроз могуће суочавање са компензаторним дажбинама у циљу поништавања ефеката субвенција на ценовну конкурентност извоза.²⁴³

Па ипак, поједини аутори сматрају да тврдње о извозној конкурентности Кине заснованој на потцењености валуте треба узети с дозом резерве. Према тим ауторима на извозну конкурентност су више утицали други фактори попут стопе штедње домаћег становништва, фискалне равнотеже, пореза и других подстицаја за инвеститоре и извознике. Уочавајући да ревалвација јуана увећава куповну моћ потрошача, Пекинг допушта постепену апресијацију јуана у износу од 20% у односу на долар у периоду између 2005. и 2008. године. Глобална финансијска криза успорила је кораке ка апресијацији, али се после 2010. ова политика наставља, тако да је само у току 2011. јуан апресирао у односу на долар за 5.5%. Ипак, јачање јуана у односу на долар зависи од нето ефеката таквог процеса на поверење инвеститора у континуирани економски раст и од ефеката по привреду која је у великој мери зависна од извоза (према проценама ММФ-а у периоду од 2001–2008. извоз и инвестиције повезане са трговинским сектором креирале су готово 60% БДП-а Кине, док у остатку Азије тај проценат износи 35%, а у

242 Драгана Митровић, „Кина и светска криза: не боји се ко је здрав“, *НИН*, 13. новембар 2008, у: Драгана Митровић, *Притајени тигар, нескривени змај: Кина – развој, успон и глобални утицај*, Институт за азијске студије, Београд, 2021, стр. 311.

243 Stevan Rapačić, *Svetska trgovinska organizacija i preduzeća u spoljnoj trgovini*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2013, str. 34 i 132–133.

G7 државама свега 16%). И поред ефеката на извоз Кина треба да има на уму да ревалвација јуана може успоставити уравнотеженији раст. Позитивне ефекте могу осетити и друге државе, ако се ревалвација спроводи уз друге мере које подстичу домаћу тражњу.²⁴⁴

Осим важности уравнотежености девизног курса валуте у процесу интернационализације (дакле да девизни курс не буде ни прецењен ни потцењен) како би се спречили шпекулативни токови капитала због очекивања кретања вредности валуте у супротном смеру, политика девизног курса јуана важна је и због режима девизног курса који постоји у Кини. У најопштијем смислу, систем девизних курсева познаје два екстремна вида – фиксне и променљиве (флексибилне, флукутирајуће) девизне курсеве са читавим низом режима девизних курсева између њих који су у већој или мањој мери блиски једном од ових полова у оквиру система девизних курсева. У режиму чисто флукутирајућег девизног курса курс валуте формира се на свакодневној бази под утицајем односа понуде и тражње без интервенција централне банке, док се у режиму фиксног девизног курса вредност националног новца утврђује као фиксан износ домаће валуте за страну валуту, уз интервенције централне банке на девизном тржишту у циљу одржавања курса на константном нивоу.²⁴⁵

Државе су током прошлости имале различите режиме девизних курсева валута и имају их и данас. Генерално узевши може се идентификовати низ аргумената у корист али и против и фиксног и флексибилног девизног курса. Упркос чињеници да фиксни девизни курс креира предности у виду подстицања стабилизујућих шпекулација, ценовне дисциплине и мање неизвесности која постоји у односу на режим флексибилног курса, фиксирање девизног курса има исти ефекат као замрзавање цена – као резултат обично долази или до вишка тражње или до вишка понуде (односно до дефицита или суфицита у платном билансу) што се може кориговати једино променом неких других параметара. Стога се фиксирање девизног курса може сматрати неефикасним јер захтева употребу мера економске политике (првенствено монетарне политике) које не би требао да буду усмерене на одржавање спољне равнотеже већ ка реализацији других економских циљева.²⁴⁶ Управо због овога се већина држава савременог монетарног система (након слома Бретонвудског система) налази у неком од облика флукутирајућег

244 Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., pp. 466–467.

245 Radovan Kovačević, *Međunarodne finansije*, op. cit., str. 130.

246 Dominik Salvatore, *Međunarodna ekonomija*, op. cit., str. 735-743.

девизног курса. Упркос томе, више студија истиче да је за државе у развоју, тј. тржишта у настајању оптимално фиксирање девизног курса у неком режиму, па чак и увођење валутних одбора или доларизације. Разлог за оваква виђења је спречавање волатилних кретања капитала услед флукуације девизног курса која могу угрозити почетне кораке ка развоју ових економија.²⁴⁷

Што се конкретно Кине тиче, режим девизног курса њене валуте претрпео је неколико измена у претходном периоду. Пре свега, успостављање јуана као званичне валуте 1949. године подразумевало је потпуну неконвертибилност јуана све до реформи 1978. до када је девизни курс био део политике централног планирања и утврђиван је изоловано од тржишних фактора. У 1986. години уведене су дуалне стопе девизног курса: званична стопа која је била поприлично нереална и коришћена је у циљу приказивања високе вредности кинеске валуте, и друга стопа за свој аранжмане на иностраним девизним тржиштима.²⁴⁸ Од 1994. када је напуштена политика дуалних стопа девизног курса одређивање девизног курса јуана у начелу је подразумевало одређивање распона флукуација око долара. Распон је одређивала Народна банка Кине, а у почетку је тај распон износио +/- 0.3%. У априлу 1994. успостављен је Систем за трговину на девизном тржишту (*China Foreign Exchange Trade System*) у циљу организовања и подршке трговини јуаном на међубанкарском тржишту. До 1996. учињени су први кораци ка успостављању конвертибилности текућег рачуна, чиме је омогућена конвертибилност валуте, и као што је већ поменуто, испуњена Клаузула VIII Статута ММФ-а. Азијска криза 1997. године подстакла је кинеске званичнике да фиксирају девизни курс јуана за долар у односу од 1USD=8,28CNY. Тај однос задржан је до јула 2005. године.²⁴⁹

У том седмогодишњем периоду константно је растао амерички притисак на Кину да ревалвира вредност јуана, будући да је, према наводима америчких званичника, потцењеност јуана услед фиксирања за долар утицала на раст америчког дефицита на рачун суфицита Кине.²⁵⁰ Кина је успешно одолевала овим притисцима, све до претњи о расту царина на кинески извоз у САД, будући да

247 Calvo, 1999; Calvo & Reinhart, 2002, према: Katarzyna Twarowska, "Reforms of China's exchange rate regime and the renminbi internationalization", op. cit, p. 532.

248 Katarzyna Twarowska, "Analysis of the Use of the Chinese Renminbi as an International Currency, op. cit, p. 6056.

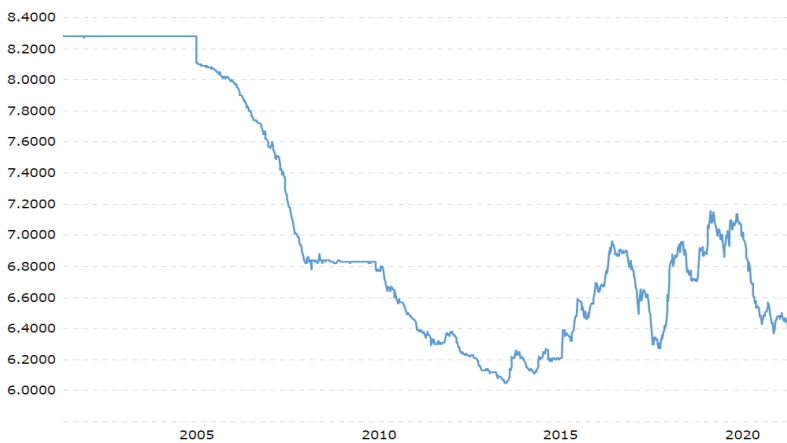
249 Katarzyna Twarowska, "Reforms of China's exchange rate regime and the renminbi internationalization", op. cit, p. 535.

250 Thomas Oatley, *International Political Economy*, op. cit., p. 332.

је амерички Конгрес био става да политика девизног курса Кине представља инструмент за подстицање кинеског извоза. У јулу 2005. извршена је ревалвација јуана у односу на долар са 8,28 на 8,11 јуана за један долар и најављено увођење режима руковођено флексибилног девизног курса чија ће вредност бити зарачуната на основу корпе валута. Међутим, структура те корпе није прецизно дефинисана – одређене су валуте које ће чинити корпу али не и њихови удели. Корпа се састојала од две групе валута – главне валуте (US долар, евро, јен и јужнокорејски вон) и мање значајне валуте (аустралијски и канадски долар, сингапуршки долар, малезијски рингит, тајландски бахт и руска рубља). Састав корпе валута одсликавао је не само важност држава емитената ових валута као кинеских трговинских партнера него и важност ових држава као извора инвестиција ка Кини и структуру кинеских девизних резерви. Па ипак, девизни курс јуана и даље је остао под снажним утицајем долара. У периоду између 2005. и 2006. године јуан је апресирао у односу на долар за 3%, а затим за 7% у периоду 2007–2008. године. Такође, Кина је 2007. године проширила опсег дозвољених флукуација у односу на долар са +/-0.3% на +/-0.5%. Како је глобална финансијска криза узроковала пад кинеског извоза, Кина је тежила ограничењу ап्रेसијације јуана у циљу подстицања извоза, услед чега приступа одржавању фиксног девизног курса јуана за долар у стабилним износу – око 6,83CNY за један долар у периоду између 2008. и 2010. године. Након успостављања растућег обима извоза, Кина је најавила нове реформе политике девизног курса. У јуну 2010. године поново је истакнуто да ће вредност девизног курса јуана бити одређена на основу корпе валута са дозвољеним флукуацијама од +/-0.5%. Флексибилнија политика девизног курса резултирала је ап्रेसијацијом јуана у односу на долар и овај тренд настављен је до средине 2014. године. У 2012. распон дозвољених флукуација увећан је на +/-1%, а 2014. на +/-2%. Такође, од 2010. године разликују се територијални курс јуана (CNY) од екстратериторијалног (CNH) који се примењује на прекограничним (*offshore*) тржиштима и будући да се мање интервенише за одржавање његовог паритета, CNH девизни курс боље одсликава тражњу и понуду јуана која постоји на тржишту. Последња значајна промена догодила се изменом процедура за дефинисање централног паритета јуана у односу на долар у августу 2015. године. Нови механизам подразумевао је одређивање девизног курса јуана на основу девизног курса из претходног дана, тржишне понуде и тражње и евалуирања дневних промена девизних курсева

других значајних валута. Ова промена утицала је на депресијацију јуана након увођења новог механизма од 4.4% у само три дана. Због тога Систем за трговину на девизном тржишту у процедуру за обрачун девизног курса јуана уводи тзв. *CFETS (China Foreign Exchange Trade System) renminbi index* који се зарачунава на основу дневног девизног курса валута које чине корпу за обрачун девизног курса јуана и њихових релативних удела у корпи.²⁵¹ Све ове промене могу се уочити и кретањем девизног курса јуана у односу на долар у протеклих 20 година (Слика 5.1.):

Слика 5.1. Девизни курс USD/CNY (новембар 2001 – октобар 2021)



Извор: Macrotrends, *Dollar Yuan Exchange Rate*. Доступно на: <https://www.macrotrends.net/2575/us-dollar-yuan-exchange-rate-historical-chart>, Приступљено: 10.11.2021.

Последња кретања вредности девизног курса јуана указују на тренд апресијације у односу на долар. Девизни курс USD/CNY 29. маја 2020. износио је 1USD=7,1316CNY. До 2. септембра 2020. године јуан је апресирао до нивоа од 6,8376CNY за један долар. У наредних 7 дана настављена је апресијација јуана тако да је достигао ниво последњи пут реализован у мају 2019. године.²⁵² Аналитичари апресијацију јуана, која је настављена и у 2021. години повезују са слабљењем долара. На дан 30.10.2021. девизни курс јуана према долару износио је 1USD=6.406CNY.

251 Katarzyna Twarowska, "Reforms of China's exchange rate regime and the renminbi internationalization", op. cit, pp. 525–526.

252 Chris Gill, "The incredible appreciating yuan", op. cit.

Полемике око девизног курса јуана честе су у литератури. Анализе се дотичу разних питања, а првенствено импликација трансформације режима девизног курса који још увек, упркос реформама ка увећању флексибилности, подразумевају интервенције централне банке на одржавању вредности курса јуана око прописаног паритета. Домаћа јавност исказује своју забринутост због ефеката овакве трансформације. Првенствено се истиче да би флексибилност у одређивању девизног курса могла довести до константне ап्रेसијације валуте, а тиме утицати и на извозну конкурентност Кине. Па ипак аутори наводе да флексибилност девизног курса не подразумева нужност ап्रेसијације валуте. Сматра се да је диференцијал каматних стопа између Кине и других држава, који заправо и подстиче трговинске токове, продукт кинеског инжењеринга који не може бити задржан вечно, имајући у виду финансијске реформе које се у Кини спроводе у циљу интернационализације валуте. Диференцијал каматних стопа према теорији заправо треба да узрокује депресијацију у режиму флексибилних девизних курсева, а не апресијацију. Затим, административне баријере улазним токовима врућег новца (у форми портфолио инвестиција) спречавају притиске ка апресијацији на исти начин као што либерализовање улазних токова СДИ омогућава корекције спољних неравнотежа узрокованих кинеским трговинским суфицитом који траје дуже од 20 година. Надаље, велики трошкови стерилизације (ублажавања ефеката тржишта на девизни курс јуана) за Народну банку Кине једноставно су неодрживи и могу бити елиминисани једино додатним реформама ка слободнијој флукутацији јуана.²⁵³ Додатно, флексибилнији режим девизног курса умањило би потребе акумулације долара у девизним резервама у циљу интервенција на девизном тржишту, што би довело до умањивања акумулације девизних резерви и мање зависности од америчких државних обвезница.²⁵⁴ Коначно, за државу која је толико велика као што је Кина кориговање екстерних неравнотежа ефикасније је вршити у режиму флексибилног девизног курса него прибегавати увећању номиналних зарада и ценовној флексибилности, не само зато што инфлација цена и зарада може измакнути контроли, већ и зато што, након неколико година увећања вредности у односу на долар и успоравања раста и извоза, дугорочна неусклађеност јуана,

253 Marko G. Malović, "To Be or Renminbi Trend in the Evolution of International Monetary System", op. cit., pp. 154–155.

254 Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., pp. 462–463.

ако би и постојала, вероватно не би била превише велика.²⁵⁵

У контексту интернационализације јуана, постоје мишљења да Кина може наставити овај процес и без преласка на флексибилни режим девизног курса.²⁵⁶ Неки аутори сматрају да чак иако Кина реформише режим девизног курса то не значи да ће имати успеха у интернационализацији валуте, наводећи Јапан да подрже своје аргументе. Јапан је према тим проценама до 2010. био друга највећа економија на свету, а током 1990-их је либерализован систем утврђивања девизног курса јена. Чињеницу да јапански јен није постао привлачнији за фактурисање трговине у Азији и за држање девизних резерви у овој валути објашњавају тиме што је могућност ап्रेसијације јуана посматрана као нежељена карактеристика ове валуте од стране азијских држава које су страховале од волатилних кретања поучене искуством Азијске финансијске кризе.²⁵⁷

Најчешће се аргументи против промене режима девизног курса и везују за чињеницу да процес интернационализације подстиче либерализацију токова капитала, а да флексибилност девизног курса уз слободне токове капитала може представљати ризик за финансијски систем од наглог бекства капитала до ког може доћи уколико се допушта валути да слободно флукуира у складу са тржишним информацијама. Ова могућност је неспорна, али свакако може бити решена постизањем уравнотеженог нивоа девизног курса. Тек када девизни курс достигне уравнотежени ниво, а ниво каматних стопа буде одређен флукуацијама у прекограничним токовима капитала могу се умањити могућности за арбитражу. Креирањем оваквих услова постављају се основе да се процес интернационализације јуана спроводи у складу са тржишним условима и уз минималне ризике по опште благостање.²⁵⁸

Чињеница да је Кина велика економија и да ће то остати у дугом року, замењујући зависност од иностраних трансакција домаћим подстицајима економског раста, ауторе наводи на закључак да ће Кина у тим условима чак и преферирати флексибилан девизни курс. Додатно, наводи се да када Кина одлучи да укине флукуирање

255 Marko G. Malović, "To Be or Renminbi Trend in the Evolution of International Monetary System", op. cit., p. 155.

256 Vallée 2011, prema: Agnès Bénassy-Quéré and Yeganeh Forouheshfar "The Impact of Yuan Internationalization on the Euro-Dollar Exchange Rate", op. cit., p. 4.

257 Takatoshi Ito, *The Internationalization of the RMB: Opportunities and Pitfalls*, op. cit., p. 15.

258 He Fan, Feng Weijiang and Xu Jin, "Challenges Facing the Global Governance Mechanism and China's Counter-Measures", in: Shao Binrong (ed.), *The World In 2020 According To China*, Koninklijke Brill nv, Leiden, 2014, pp. 255–256.

курса искључиво у оквиру дозвољених распона, то ће бити почетак краја статусу долара као светске резервне валуте.²⁵⁹

5.5. Макроекономске политике Кине

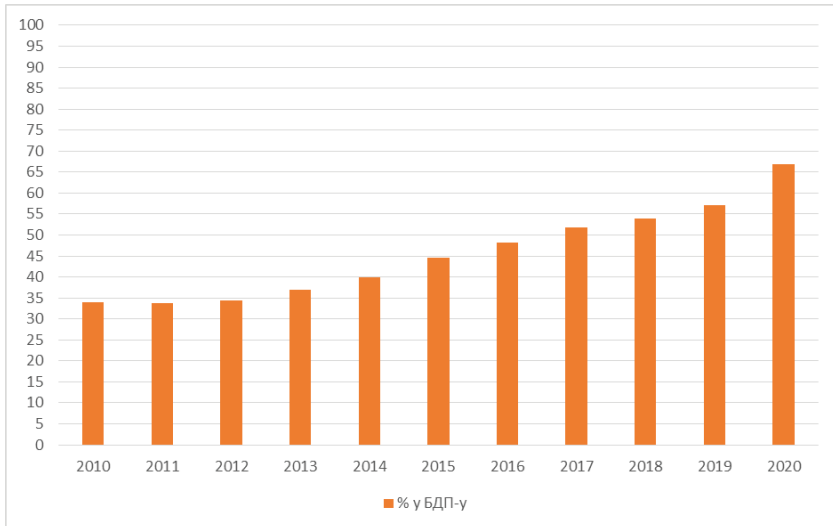
Посебно важан услов за увећање значаја валуте на међународном нивоу јесте њена широка употреба заснована на поверењу у њену будућу вредност. Управо због тога је макроекономска стабилност, односно макроекономске политике државе емитента које спречавају инфлаторна очекивања важан фактор детерминисања међународног статуса њене валуте.²⁶⁰

Као показатељи нивоа макроекономске стабилности могу се пратити нивои јавног дуга и буџетског дефицита, будући да од нивоа ових показатеља у највишој мери зависе и инфлаторна кретања. Што се конкретно Кине тиче, тврдње о традиционално нижем нивоу јавног дуга и буџетског дефицита у односу на остале емитенте светских резервних валута изнете на основу искуства до рецимо 2010-их година захтевају поновну процену. Наиме, ако се посматра јавни дуг кроз уделе у БДП-у за десетогодишњи период, тренутне вредности јавног дуга Кине у односу на јавни дуг других економија емитената значајних валута (Евروزона је представљена кроз вредности јавног дуга у односу БДП-а за Немачку и Француску), може се уочити да је ниво јавног дуга у процентима БДП-а знатно нижи од осталих држава и износи 66.8%, док остале државе имају вредност јавног дуга већу од реализованог БДП-а (уз изузетак Немачке, која у 2020. реализује напредак на овом пољу у односу на претходне периоде са нивоом јавног дуга у БДП-у од 68.93%). Екстреман случај је Јапан, чији јавни дуг има вредност од 256% БДП-а (Графикон 5.5б). Ипак оно што може представљати разлог за забринутост јесте раст јавног дуга Кине у претходном периоду како у номиналним износима тако и у погледу удела у БДП-у. У протеклих 10 година дошло је до готово двоструког раста овог удела (са 33.9% у 2010. на 66.8% у 2020. години).

259 Avinash Persaud, "When Currency Fall", op. cit., p.4.

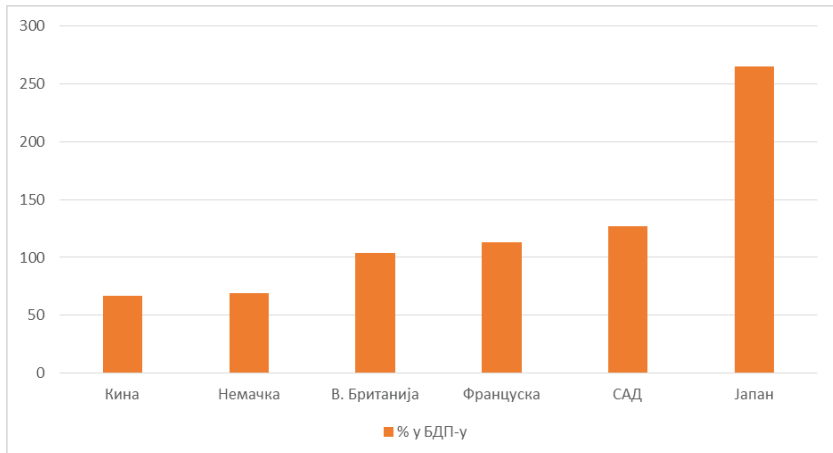
260 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., p. 161.

Графикон 5.5а. Јавни дуг Кине (% у БДП-у) 2010-2020.



Извор: International Monetary Fund, *Fiscal Monitor – Gross Debt (% of GDP)*. Доступно на: <https://data.imf.org/?sk=757a72b7-eece-470e-b6a1-d96b04b7014a&sid=1420755982661>, Приступљено: 10.11.2021.

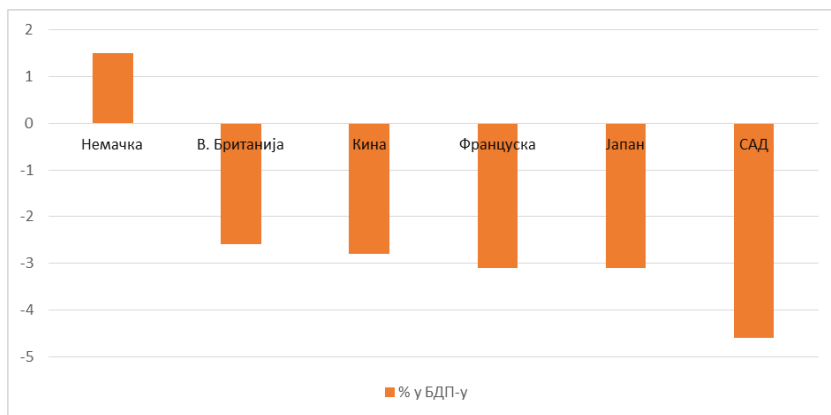
Графикон 5.5б. Јавни дуг одабраних држава (% у БДП-у) у 2020. години



Извор: International Monetary Fund, *Fiscal Monitor – Gross Debt (% of GDP)*. Доступно на: <https://data.imf.org/?sk=757a72b7-eece-470e-b6a1-d96b04b7014a&sid=1420755982661>, Приступљено: 10.11.2021.

Макроекономску стабилност у будућем периоду могу довести у питање и нивои буџетског дефицита. Графикон 5.6. дат је ради компарације одабраних економија (Еврозона је представљена кроз вредности буџетског дефицита у односу БДП-а за Немачку и Француску), по нивоу буџетског дефицита у 2019. години.

Графикон 5.6. Буџетски дефицит (% у БДП-у) за одабране државе у 2019. години



Извор: Trading Economics, *Data by country*. Доступно на: <https://tradingeconomics.com/countries>, Приступљено: 10.11.2021.²⁶¹

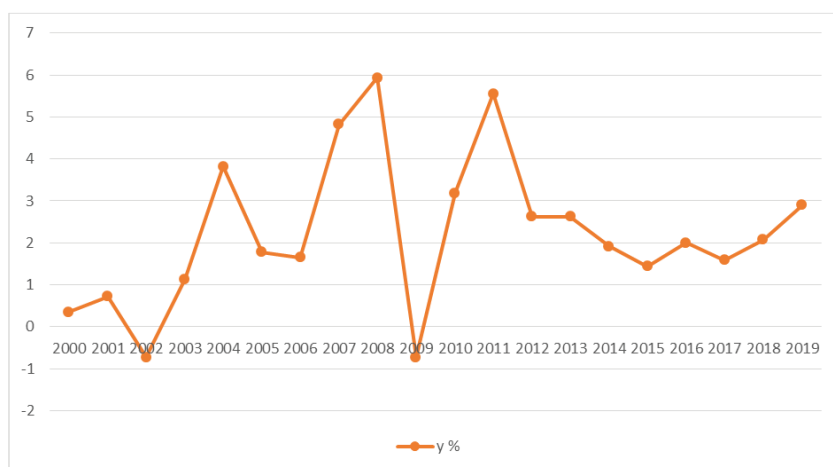
Кина је до 2015. године бележила чак и суфицит буџета,²⁶² након чега долази до наглог пораста буџетске потрошње. По овом индикатору Кина се приближила осталим државама емитентима значајних валута (осим САД, чији је дефицит значајно већи и Немачке која је у суфициту, али само њен суфицит не може бити од значаја за јачање улоге евра јер је потребно имати у виду резултате и других чланица Еврозоне). За изношење закључака о макроекономској стабилности на основу буџетског дефицита нису коришћени подаци за 2020. годину јер је пандемија корона вируса утицала на већи ниво буџетске потрошње од уобичајеног тренда (све посматране економије, уз изузетак Јапана, забележио је растући буџетски дефицит, а у Кини је буџетски дефицит достигао ниво од -6.34% БДП-а).

261 Напомена: База података платформе *Trading Economics* употребљена је будући да најкредитбилније институције (ММФ, Светска банка) немају податке о буџетском дефициту по државама. Постоји OECD-ова база података, али је последњи доступан податак за Кину из 2016. године, услед чега су због доследности подаци за све посматране државе преузети са платформе *Trading Economics*.

262 Видети: OECD Data, *General Government Deficit by Country*. Доступно на: <https://data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm>, Приступљено: 10.11.2021.

Ефекте раста јавног дуга и буџетског дефицита сврсисходно је анализирати кроз преглед промена стопе инфлације. Поново се као последње посматрана година узима 2019, како би се ниво инфлације могао пратити заједно са нивоом буџетског дефицита посматраних држава. Ако се има у виду да је до раста нивоа буџетског дефицита дошло након 2015, а да је нагли раст јавног дуга реализован након 2010. може се уочити да ове конкретне промене нису на значајнији начин утицале на озбиљније промене стопе инфлације, а тиме и на угрожавање макроекономске стабилности.

Графикон 5.7. Кретање стопе инфлације у Кини (2000–2019)



Извор: Macrotrends, *China Inflation Rate 1987-2021*. Доступно на: <https://www.macrotrends.net/countries/CHN/china/inflation-rate-cpi>, Приступљено: 10.11.2021.

Нагле промене стопе инфлације Кине у позитивном и негативном смеру заправо су реализоване пре 2010. године. Ако се посматра стопа инфлације других економија емитената значајних валута, уочавају се готово идентична кретања у периоду између 2006. и 2011. године – нагли раст стопе инфлације уочи рецесивних кретања; затим нагли пад подстакнут глобалном финансијском кризом а онда и нагли раст у циљу подстицања економског опоравка. Када се економска ситуација поправила и чинило се да је свет изашао из кризе, државе су престале са праксом инфлаторних мера, што се може видети и падом стопе инфлације у периоду између 2011. и 2012. године. Након овога нема неких озбиљнијих промена стопе инфлације упркос чињеници великог раста и буџетског дефицита и

јавног дуга. Штавише, кинеска стопа инфлације уклапа се у оквире кретања стопе инфлације и других економија емитената значајних валута у овом периоду – опсег кретања стопе инфлације је од 0 до 2.5% (изузев у Јапану ког у читавом периоду након 2000. године одликује готово нулта стопа инфлације, чак и дефлаторна кретања у више наврата). Па ипак, поставља се питање да ли ће се овај раст стопе инфлације од 2017. до 2019. године са 1.59% на 2.9% претворити у тренд, нарочито ако се има у виду увећање буџетских дефицита у 2020. години на светском нивоу.

Упркос свему овоме, барем у контексту интернационализације валуте, на основу историјског искуства може се извући поука да не би требало да постоји претерано велики разлог за забринутост када се ради о стопама инфлације. Током 1970-их и 1980-их су се економије развијених држава сусретале са великим инфлаторним притисцима, али и поред тога чини да оваква ситуација није значајније утицала на статус њихових валута на међународном нивоу. Ипак, треба имати на уму да се кредибилитет кинеске централне банке у успостављању контроле над инфлаторним кретањима може довести у питање, а у односу на централне банке других емитената светских резервних валута тај кредибилитет се може сматрати знатно мањим, будући да је оперативна независност кинеске централне банке ограничена политиком фиксног девизног курса.²⁶³ Другим речима, стопа инфлације не мора представљати препреку при интернационализацији валуте *per se*, али у комбинацији са осталим карактеристикама кинеске економије и стопа инфлација добија на релативној важности као један од потенцијално утичућих фактора.

На овом месту важно је истакнути још једну препреку која може утицати на интернационализацију валуте, а тиче се ширег макроекономског амбијента – чињеницу да је тај амбијент у великој мери одређен карактером политичког управљања. Препреке које потичу од карактера политичког управљања везују се за чињеницу да на поверење иностраних актера у стабилност кинеских макроекономских политика утиче одсуство владавине права и институционалне транспарентности. Основно питање које се с тим у вези поставља је следеће: како увећати ниво транспарентности и владавине права без адекватног нивоа демократске одговорности?

Бројне емпиријске студије бавиле су се доказивањем да је демократија важна за финансијски развој, а тиме и за међународни статус валуте. Основни аргумент је да је влада изабрана на

263 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", *op. cit.*, p. 162.

демократски начин у стању да на кредибилан начин реализује потребне кораке за развој финансијских тржишта. Ове емпиријске студије истичу позитивну корелацију између успостављених демократских структура и финансијског развоја.²⁶⁴

Извесне карактеристике демократског управљања у Кини свакако да постоје, барем у теорији. Нпр. званичници на нижим нивоима власти заиста се бирају поштујући демократске процедуре. Оно по чему се Кина разликује од других развијених држава, држава са валутама од међународног значаја је недостатак демократске праксе: чак и кинески политички лидери истичу нужност постизања већег нивоа демократичности. У погледу нивоа институционалне транспарентности и владавине права јасно је да Кина још увек не испуњава све услове које су САД задовољавале када су преузеле улогу водеће економске силе од Велике Британије, а поготову не достиже ниво који је у САД постојао у тренуцима када је долар претекао британску фунту стерлинга на месту доминантне светске резервне валуте.²⁶⁵ Другим речима, није структура политичког система оно што је важно за финансијски развој и учешће иностраних инвеститора на домаћим тржиштима, већ ефекти политичког управљања, односно одсуство политичке репресије, ефикасност администрације и њен успех у сузбијању корупције.²⁶⁶

264 Barry Eichengreen, Arnaud Mehl and Livia Chiù, *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*, op. cit., p. 191.

265 China 2020 Research Team, "Repositioning China in 2020", in: Shao Binhong (ed.), *The World In 2020 According To China*, Koninklijke Brill nv, Leiden, 2014, pp. 104–105.

266 Одсуство владавине права и институционалне транспарентности најчешће се у политичким наукама посматра као продукт политичке културе карактеристичне за посматрану државу. У радовима који се баве концептом политичке културе често се анализира питање односа политичке културе и политичког система. Аутори постављају питање „шта је старије: кокошка или јаје?“, односно да ли неразвијена политичка култура одређује и мањкавости политичког система или су носиоци власти они који обликују политичку културу у датом контексту (више о овоме видети: Zoran Pavlović, *Ogledi o političkoj kulturi*, Filozofski fakultet Univerziteta u Beogradu, 2017). Примера ради, Жозеф де Местр (*Joseph-Marie de Maistre*) сматра да „сваки народ има онакву власт какву заслужује“. Упркос томе што оваква детерминистичка виђења делују помало екстремно, не може се ospорити да је за опстанак политичког система одређених карактеристика најважнија оправданост таквог опстанка од стране грађана, а да се таква оправдања грађана темеље на њиховом вредносном систему. У периоду увећања кинеске економске и политичке моћи све више се говори о разликама вредносних система кинеске и цивилизације тзв. Запада и о томе да вредносни систем кинеских грађана омогућава опстанак ауторитарне владавине Комунистичке партије Кине (видети нпр: Berthold Kuhn, *China's rise and Chinese values: China's growing influence and its critics*, Dialogue of Civilizations Research Institute, Berlin, 2019). Без намере залажења у анализу карактеристика кинеског вредносног система, овде се само жели истакнути да се важност система вредности који опредељује карактер политичког живота мора имати у виду приликом изношења оцене о овим тзв. интерним препрекама интернационализације јуана, јер би уклањање таквих „препрека“ подразумевало измене културних и вредносних образаца у Кини, што се свакако не може посматрати као реалистичан циљ (барем не краткорочно посматрано и не у контексту

Без намере даље анализе политичког система Кине, недовољни развој демократских вредности може бити посредно идентификован и кроз степен економских слобода, које се у недемократским државама изразито сузбијају. Индекс економских слобода Херитиџ фондације (*Heritage Foundation*) креиран је као композитни индикатор који мери степен владавине права, величине државе, регулаторне ефикасности и отворености тржишта. Од 178 држава рангираних на овој листи, Кина се по вредности овог индекса налази на 107. месту.²⁶⁷ Већ поменути иницијативе „подржављења“ приватних предузећа Кине свакако не иду у прилог. Шири политички развој, нарочито у контексту политичке стабилности која се може довести у питање у процесу транзиције ка демократији, може бити важан фактор поверења инвеститора. Па ипак, постоје виђења према којима упркос чињеници да је процес политичке транзиције још увек у току, не треба да постоји забринутост за будуће потезе кинеских власти. Време ће показати да ли ће се испоставити као тачно да Кина неће деловати на било који начин који би могао угрозити процес интернационализације јуана на ком кинески политички актери инсистирају.²⁶⁸

интернационализације валуте). Питањем важности социјалних вредности у политичком контексту аутор ове монографије бавио се из једног другачијег угла, али су закључци тог рада од значаја за подршку овде изнетим тврдњама. Спроведећи емпиријску студију којом се тежило утврдити колико су вредносни обрасци (најшире схваћени) важни за подршку или противљење грађана приступању Србије Европској унији, аутори су дошли до налаза да се друштвеним вредностима испитаника може утврдити 35% варијансе њиховог става о приступању Европској унији. На овај начин аутори су показали да су друштвене вредности незаобилазан фактор приликом доношења било каквих одлука које имају политичке реперкусије (више видети: Небојша Петровић и Андреа Матијевић, „Друштвене вредности као предиктори перцепције односа Србије и Европске уније“, *Политичка ревија* 60 (2), 2019, стр. 159–182).

267 Heritage Foundation, *2021 Index of Economic Freedom - Country Rankings*. Доступно на: <https://www.heritage.org/index/ranking>, Приступљено: 10.11.2021.

268 Arvind Subramanian, *Eclipse - Living in the Shadow of China's Economic Dominance*, op. cit., p. 9.

Глава 6

ПЕРСПЕКТИВЕ ЈУАНА КАО СВЕТСКЕ РЕЗЕРВНЕ ВАЛУТЕ: МОЖЕ ЛИ ЈУАН УГРОЗИТИ ДОМИНАЦИЈУ ДОЛАРА?

6. ПЕРСПЕКТИВЕ ЈУАНА КАО СВЕТСКЕ РЕЗЕРВНЕ ВАЛУТЕ: МОЖЕ ЛИ ЈУАН УГРОЗИТИ ДОМИНАЦИЈУ ДОЛАРА?

У почетним годинама спровођења реформи кинески званичници одредили су 2020. годину као крајњи рок у ком ће реформе неопходне за успешну реализацију процеса интернационализације валуте бити спроведене. Жан Гуапинг (*Zhang Guangping*) тада други човек шангајског одсека кинеске Банкарске регулаторне комисије, је 2008. године у саопштењу за медије истакао управо 2020. годину као рок до када би јуан могао постати светска резервна валута.²⁶⁹ ММФ је 2011. године предвиђао и да ће Кина до 2020. претекнути САД на месту главне економске силе.²⁷⁰ Будући да се ниједна од ових предикција није остварила, поставља се питање какве су још предикције дате у погледу надметања долара и јуана на позицијама светске валуте, односно економског надметања Кине и САД генерално?

С тим у вези, издваја се неколико аутора који сматрају да ће Кина у неком тренутку у будућности претећи САД, односно да ће јуан претећи долар. Ови аутори разликују се само у погледу идентификовања момента када ће до оваквог сценарија доћи. Субраманиан (*Arvind Subramanian*) истиче да је Кина мерено индексом економске доминације већ 2010. године претекла САД и сматра да је једина препрека која онемогућава надметање између јуана и долара у 2020. години налик оном које је 1920-их постојало између долара и фунте стерлинга - непостојање довољно отвореног финансијског тржишта у Кини, уз недемократски систем политичког управљања. Упркос томе Субраманиан предвиђа да ће до 2030. године доминација Кине у светској економији бити налик на доминацију САД 1970-их или Велике Британије 1870-их, а с тим ће и јуан постати доминантна валута.²⁷¹ Персауд (*Avinash Persaud*) сматра да ће до средине 21. века долар изгубити свој статус не у корист евра него у корист јуана, али ако Кина одржи не само економски раст, већ и политичку стабилност.²⁷²

269 Према: Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege - The Rise and Fall of the Dollar*, op. cit., p. 143

270 Према: Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., p. 530.

271 Arvind Subramanian, *Eclipse - Living in the Shadow of China's Economic Dominance*, op. cit., pp. 109–115.

272 Avinash Persaud, "When Currency Fall", op. cit., pp. 3–4.

Супротно мишљење истиче низ других аутора, који се такође могу међусобно разликовати по питању тога да ли су мишљења да јуан неће угрозити долар у скоријем периоду или да до тога уопште не може доћи. Коен (*Benjamin J. Cohen*) у више наврата истиче да су позиције долара неумањене и да ће свој статус долар задржати и у будућности.²⁷³ Вилијамсон (*John Williamson*) је 2012. године истакао да ће фактори инерције онемогућити угрожавање позиције долара барем у наредних 25, а можда чак и 50 година.²⁷⁴ Прасад (*Eswar Prasad*) и Је (*Lei Je*) сматрају да непостојање довољног степена отворености тржишта капитала и слободне конвертибилности валуте угрожава проспекте јуана за стицање међународног статуса уопште, а камоли достизање улоге долара. У 2012. години ови аутори предвиђали су да у наредних 10 година међународна употреба јуана једино може бити увећана до тог нивоа да еродира статус долара, али не и да га угрози.²⁷⁵ У 2021. години се може закључити да су чак и оваква предвиђања упитна. На другом месту Прасад наводи да је по неким показатељима долар чак и учврстио своју доминантну позицију засењујући раније реализован напредак евра, а да раст јуана није угрозио позицију долара у светским финансијама.²⁷⁶

Ипак, чини се да је већина аутора у својим предикцијама умерена, чак се и не баве предикцијама о томе да ли ће јуан престићи долар. Ови аутори фокусирани су на истицање растуће улоге јуана уз скретање пажње на препреке у његовој интернационализацији услед којих је вероватно задржавање статуса долара у непосредном будућем периоду. Овакав став има и проф. Радован Ковачевић, наводећи да је то што је интернационализација јуана и даље махом везана за подручје Азије сведочи о вероватноћи да долар одржи статус кључне валуте у непосредној будућности.²⁷⁷ Према Маловићу, значај јуана у фактурисању и финансирању међународне трговине не гарантује и аутоматско стицање статуса светске резервне валуте и широку употребу у прекограничним инвестицијама. Он наводи да, да би омогућила стицање статуса водеће валуте јуану, Кина мора да настави са спровођењем реформи у циљу преласка на флексибилни девизни курс, уклањања праксе арбитраже због разлика у нивоу

273 Видети нпр: Benjamin J. Cohen, "The Geopolitics of Currencies and the Future of the International System", op. cit.

274 John Williamson, *The Dollar and US Power*, op. cit., p. 4.

275 Eswar Prasad and Lei Je, "The Renminbi's Role in the Global Monetary System", op. cit., p. 181.

276 Eswar Prasad, *Has the dollar lost ground as the dominant international currency?*, op. cit.

277 Radovan Kovačević, „Dolar kao svetska rezervna valuta – izazovi i perspektive“, op.cit.,str. 40.

каматних стопа у односу на међународни ниво, дерегулације и приватизације банака, унапређивања владавине права, развоја финансијског тржишта прилагођеног стандардима западних држава, умањивања удела готовине у оквиру новчане понуде, итд.²⁷⁸ Некадашњи главни економиста и председник Канцеларије за регионалне економске интеграције Азијске развојне банке Ли (*Jong-Wha Lee*) је путем симулације показао да би удео јуана у девизним резервама на светском нивоу могао достићи 12% до 2035. године, у тактичном маниру наводећи да би јуан могао достићи статус светске резервне валуте брже него што се очекује.²⁷⁹

Посебну групу аутора чине они који сматрају да надметање долара и јуана није игра нултог збира, односно да долар не мора да изгуби свој статус за већу улогу јуана. Тако, Ајхенгрин (*Barry Eichengreen*) наводи да као што 1914. године раст долара није нужно имплицирао и пад британске фунте стерлинга, таква ситуација је данас и са јуаном и доларом. Према њему је штавише током највећег дела историје, уз изузетак друге половине 20. века, увек и постојало више међународно значајних валута. Ајхенгрин сматра да Кина чак и нема интерес да „обори“ долар, јер би тиме подрила вредност сопствених инвестиција у доларске инструменте.²⁸⁰

Аутор ове монографије, на основу изнете анализе, става је да упркос свим реализованим напрецима Кина и даље има значајан задатак пред собом како би јуан уопште стекао већи међународни значај, а далеко је од тога да јуан сустигне и претекне долар на међународној сцени. На овакав закључак наводи чињеница да је протекло доста времена од прокламовања циља интернационализације валуте као званичног циља Кине до тренутка у ком се ова анализа спроводи, а неке суштинске реформе које би нагло увећале употребу јуана на међународном нивоу још увек нису спроведене. Аутор је ближе ставу да би наредни период могао бити обележен „вишевалутним монетарним системом“.²⁸¹ Предикицију која се заснива на овом ставу дају и Светска банка и Пол Кенеди (*Paul Kennedy*), сматрајући да би до 2025. САД, Кина и ЕУ могле

278 Marko G. Malović, “To Be or Renminbi Trend in the Evolution of International Monetary System”, op. cit., p. 159.

279 Lee 2010, prema: Shahidul Islam and Omar Khaled M. R. Bashar, “Internationalization of the Renminbi: Theory and Evidence”, Institute of Governance Studies Working Paper Series No. 04/2012, BRAC University, p. 20.

280 Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege - The Rise and Fall of the Dollar*, op. cit., p. 8, и Barry Eichengreen, “The renminbi as an international currency”, op. cit., p. 724.

281 Термин употребио проф. др Радован Ковачевић у: Radovan Kovačević, „Dolar i evro u međunarodnom monetarnom sistemu”, op.cit., str. 20.

постати три глобална пола моћи, а њихове валуте носеће валуте међународног монетарног и економског система, са доларом у благој предности у односу на евро и јуан.²⁸²

С овим у вези намеће се питање општих ефеката интернационализације јуана по односе у међународном монетарном систему, карактеристике система и његову стабилност. Употребом модела три државе – три валутна портфолија Бенаси-Кере (*Agnès Bénassy-Quéré*) и Форуешфар (*Yeganeh Forouheshfar*) указују на то да фиксни девизни курс у Кини доводи до трансфера богатства од Кине ка САД и депресивације долара у односу на евро. Овакви ефекти се ограничавају интернационализацијом јуана и преласком на флексибилни девизни курс кинеске валуте. Такође, интернационализација помаже да варијације евра у односу на долар и обратно стабилизују дужничке позиције економија емитената ових валута након трговинских шокова кроз подстицање редовног ревидирања вредности валута. Све ово свакако да иде у прилог успостављању мултиполарне структуре међународног монетарног система.²⁸³ Додатно, диверзификација ликвидности на глобалном нивоу може решити Трифинову дилему као инхерентну контрадикторност међународног монетарног система. Користи од интернационализације јуана за стабилност међународног монетарног система укључују увећање дисциплине актера („мање неумерених привилегија“), умањивање неравнотежа у глобалном систему плаћања и негативних ефеката акумулације девизних резерви а тиме и умањивање ризика од губитка поверења у доминантну резервну валуту као средства очувања вредности.²⁸⁴

Негативни ефекти акумулације девизних резерви посебан су предмет интересовања у контексту Кине. Кина има највеће девизне резерве на свету, чија је вредност у 2020. години износила 3,216 милијарди долара. Приметно је и да вредност тих резерви расте из године у годину. Ризици од величине девизних резерви између осталог зависе од њиховог састава, а нарочито су велики

282 Видети: Timmer, Hans et al., “Global development horizons 2011 : Multipolarity - the new global economy”, World Bank Group, Washington, D.C. Доступно на: <http://documents.worldbank.org/curated/en/597691468150580088/Global-development-horizons-2011-Multipolarity-the-new-global-economy>, Приступљено: 10.11.2021, и Paul Kennedy “Back to Normalcy”, *The New Republic*, December 21, 2010. Доступно на: <https://newrepublic.com/article/79753/normalcy-american-decline-decadence>, Приступљено: 10.11.2021.

283 Agnès Bénassy-Quéré and Yeganeh Forouheshfar “The Impact of Yuan Internationalization on the Euro-Dollar Exchange Rate”, op. cit., p. 24.

284 Katarzyna Twarowska, “The Impact of The Renminbi Internationalization on Stability of The International Monetary System”, paper presented at 5th International Multidisciplinary Scientific Conference on Social Sciences and Arts (SGEM 2018), Florence, Italy

ако у девизним резервама преобладајуће уделе у односу на остале валуте има одређена валута, као што је то долар у случају Кине. С друге стране, током 2019. године неколико новинарских извештаја сугерисало да, због трговинског рата Кине и САД, Кина купује нове количине злата како би се удаљила од доларских резерви. Тачно је да је Кина своје златне резерве увећала три пута у периоду између 2010. и 2018. године – са 600 на 1852 метричких тона, док је тржишна вредност златних резерви увећана 4,5 пута у овом периоду – са 17 на 76 милијарди долара. Током првих седам месеци 2019. године Кина је додала нових 85 метричких тона свом холдингу злата. Ово увећање од 5% стока и 24% вредности златних резерви коинцидирало је са трговинским тензијама Кине са САД, одакле и повод за поменуте интерпретације. Све и да се овакве интерпретације испоставе као тачне, биће потребно доста времена да Кина умањи уделе долара у резервној активи, а да то умањивање буде последица увећања златних резерви. У 2019. години удео злата у резервној активи износио је 3%, а претпоставља се да је удео долара у девизним резервама Кине око 58%. Стога раст златних резерви током 2019. године није значајније утицао на састав резервне активе Кине.²⁸⁵ Ипак, нови раст удела злата у резервама на 3.9% у току 2020. пробудио је извесне сумње. Ако Кина као једна од најзначајнијих економија на свету настави да повећава количине злата у свом портфолију, то може имати важне импликације по редефинисање улоге злата у резервној активи на глобалном нивоу, која је данас значајно мања у односу на раније (нпр. 1914. су удели злата у укупним девизним резервама свих држава износили 70%, а данас је тај удео у просеку око 10%). Ако се одлучи за овакву стратегију, пред Кином ће се наћи дилема. Уклањање значајне количине долара из резерви у корист злата може умањити вредност долара, тиме и вредност удела долара који се још увек налази у девизним резервама, али и увећати трошкове кинеског извоза. Додатно, дошло би и до повећање цене јединице злата, а тиме и трошкова за куповину нових јединица.²⁸⁶ Па ипак, сценарио у ком пракса увећања златних резерви Кине утиче и на друге државе да поступају на исти начин чини се мало вероватним. САД као највећа економија света има и највеће златне резерве на свету (посматрано по сва ти индикатора – величина стока, тржишна вредност, удео у укупној резервној активи) већ деценијама уназад (ово је првенствено

²⁸⁵ Eswar Prasad, *Has the dollar lost ground as the dominant international currency?*, op. cit., p. 16.

²⁸⁶ Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., pp. 148–149.

омогућено основном карактеристиком Бретонвудског система – искључивом конвертибилности доларских банкнота за злато, услед чега је САД морала да има велику количину злата у својим резервама), а вредност америчких златних резерви није подстицала друге државе да увећавају уделе злата у својој резервној активи.

Ако се вратимо на процес интернационализације јуана, уочавају се фактори који у досада нису елаборирани а могу позитивно утицати на проспекте увећања значаја јуана на међународном нивоу. Пре свега, јачање регионалних иницијатива сарадње може подстакнути овај процес. Историјски подаци показују високу сличност у стопама раста и инфлације Кине са другим државама у окружењу, стога би успостављање регионалне економске интеграције са овим државама могло бити достижан циљ. Студије показују да би ако би јуан био „регионализован“, макроекономски трошкови губитка независности монетарне политике били ниски за државе у оквиру такве економске организације регионалног типа, пре свега због велике међусобне сличности. Стога би први корак у широј стратегији интернационализације јуана, корак који би се могао реализовати без већих препрека, могло бити увећање значаја јуана у окружењу Кине. Иако регионална економска интеграција оваквог типа, а која би институционално укључивала и Кину, још увек није успостављена, раст регионалне сарадње свакако је приметан. Нарочито је у том смислу значајно покретање Иницијативе појаса и пута („Један појас - један пут“). Овакву врсту сарадње иницирао је кинески председник Си Ђинпинг (*Xi Jinping*) током посета државама Централне и Југоисточне Азије 2013. године. Он је у свом говору одржаном на Универзитету Назарбајев (*Nazarbayev University*) у Казахстану 7. септембра 2013. године предложио заједничку реализацију грандиозног пројекта креирања економског појаса који ће повезивати Југоисточну Азију, преко Кине, са Западном Европом. Намера која је подстакла иницирање овакве сарадње је подразумевала креирање економског коридора највећег обима на свету („Нови пут свиле“), спајајући Кину, Централну, Југоисточну, Јужну и Западну Азију са појединим деловима Европе, односно азијско-пацифички економски круг са европским економским кругом.²⁸⁷ Сарадња у овом оквиру и формално је започела 28. марта 2015. године. Према појединим мишљењима за међународни статус валуте је подједнако као и предузимање мера у циљу подстицаја других држава на одлуку о

287 Dragana Mitrovic, "China's Belt and Road Initiative: Connecting and Transforming Initiative", in: Yu Cheng, Lilei Song and Lihe Huang (eds.), *The Belt & Road Initiative in the Global Arena: Chinese and European Perspectives*, Palgrave Macmillan, 2018, p. 17.

употреби домаће валуте важно (ако не и важније) имати дипломатску и/или војну предност над тим државама.²⁸⁸ Иницијатива Новог пута свиле свакако може допринети увећању дипломатске моћи Кине над другим државама учесницама у сарадњи овог формата. Проф. др Драгана Митровић сматра да Иницијативу појаса и пута не треба посматрати у географским категоријама, већ као део шире стратегије Кине ка већој интеграцији и светске економске токове, уз настојање увећања политичког, економског и културног утицаја у оквиру региона обухваћених иницијативом и уз комбиновање сопствених интерних и екстерних економских, политичких, културних и безбедносних интереса.²⁸⁹ Кина је 2012. године, у циљу промоције Иницијативе појаса и пута и подстицања сарадње у области инфраструктуре, транспорта, логистике, али и трговине и инвестиција, иницирала успостављање новог формата сарадње са европским државама назива Сарадња Кине са државама Централне и Источне Европе (*Cooperation between China and Central and Eastern European Countries - China-CEE, China-CEEC*), познатог и као формат 16+1, јер овај формат уз Кину укључује и 16 држава Централне и Источне Европе.²⁹⁰ Неки од најважнијих пројеката реализованих на основу овог формата сарадње подразумевају изградњу инфраструктурних објеката (путева, мостова) на основу уговора централноевропских и источноевропских држава са кинеским компанијама, уз значајан пораст обима трговине и инвестиција које је Кина предузела ка овим државама након успостављања овог облика сарадње.²⁹¹ Ипак, што се тиче Иницијативе појаса и пута и њене улоге у процесу интернационализације јуана, уочава се да, иако је ова иницијатива допринела реализацији значајних пројеката пре свега регионалног карактера попут изградње путева, нафтовода и струјних мрежа, и иако се у почетку очекивало да ће ова сарадња бити подстицајна за јачање улоге јуана на међународном нивоу, Кина још увек није

288 Barry Eichengreen, Arnaud Mehl and Livia Chitu, *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*, op. cit., p. 186.

289 Dragana Mitrovic, "China's Belt and Road Initiative: Connecting and Transforming Initiative", op.cit, p. 18.

290 Формат је до 2019. обухватао 16 држава: Албанију, Босну и Херцеговину, Бугарску, Естонију, Летонију, Литванију, Мађарску, Пољску, Румунију, Северну Македонију, Словачку, Словенију, Србију, Хрватску, Црну Гору и Чешку. На Самиту у Дубровнику 2019. године формату се прикључила и Грчка, тако да од 2019. формат обухвата 17+1 државу. Међутим, Литванија фебруара 2021. године напушта овај формат сарадње, тако да тренутни број држава обухваћених овим форматом оправдава поновну употребу одреднице 16+1.

291 Више видети: Dragana Mitrovic, "Six Years of '16+1' Framework of Cooperation – in Between EU, Expectations and Limitations" in: *Challenges of Adjusting to a Changing Global Economy in the 21st Century*. Romanian Academy, Bucharest; Chinese Academy of Social Sciences, (CASS), Beijing; The Institute of International and Public Affairs, Tongji University, Shanghai, 2019.

захтевала да ови пројекти буду деноминирани у јуану.²⁹² Ослањање на ову и друге облике регионалне сарадње свакако може бити полазна тачка у оквиру стратегије увећања међународне употребе јуана у будућем периоду.

Надаље, важна промена у оквиру међународног монетарног система може ићи у прилог Кини кроз повећање утицаја на друге државе уопште, а тиме потенцијално и утицаја на процес одлучивања о валутама које ће употребљавати у својим прекограничним финансијским трансакцијама и у својим девизним резервама – Кина постаје најважнији кредитор на међународној сцени. Овакав развој ситуације већ је утицао на промене америчке политике, померајући фокус са Немачке и Јапана на Кину, али и на структуру глобалног управљања, јер се ширење обухвата формата политичке координације са G7 на G20 може посматрати симболом ове промене. Најважније, овакав статус Кине омогућио је смештање држава са тржиштем у настајању у средиште међународног монетарног система по први пут у историји. Неспорно је да ће ефекте ове промене бити занимљиво пратити и у будућем периоду.²⁹³

На крају, важно је поменути и економске последице пандемије корона вируса на перформансе Кине које могу бити од значаја за даљи процес интернационализације јуана. Корона вирус је управо и настао у Кини, попримајући пандемијски облик децембра 2019. године, а Светска здравствена организација и званично је прогласила пандемију на глобалном нивоу марта 2020. године.²⁹⁴ Пандемија је довела и до економске кризе глобалног карактера. Па ипак, економски резултати Кине у току 2020. године су у најмању руку похвални. Буџетски дефицит у посматраном периоду јесте порастао са -2.8% колико је износио у 2019. години на -6.3% удела у БДП-у. Међутим, треба имати на уму да је 2020. година била година глобалне рецесије и да су све државе света приступиле увећаној буџетској потрошњи не само кроз мере подршке за опоравак привреде, него и кроз набавку медицинске опреме, вакцина и исплате трошкова

292 Kathleen Walsh, "The gradual internationalisation of the RMB", op. cit.

293 Thomas Oatley, *International Political Economy*, op. cit., p. 337.

294 У погледу генеалогije порекла вируса корона јавља се низ различитих теорија, укључујући и оне према којима је корона вирус вештачке природе и да је вирус потекао из лабораторије у Вухану. Проф. др Митровић истиче да су овакве тврдње без доказа и да представљају политизацију пандемије, сматрајући да овакав манир најугицајнијих држава света, услед ког се одговорност за ширење пандемије приписује Кини, доводи до раста забринутости на светском нивоу и „веома много подсећа на Хладни рат“. Видети: Ванг Тинитин, „Драгана Митровић: Међународна заједница треба да се супротстави политизацији пандемије“, Интервју: *Кинески међународни радио (КМР)*, 13. мај 2020, у: Драгана Митровић, *Притајени тигар, нескривени змај: Кина – развој, успон и глобални утицај*, Институт за азијске студије, Београд, 2021, стр. 447.

пренапрегнутог здравственог система. Може се уочити да је у Немачкој, која је 2019. године бележила суфицит буџета у 2020. реализован дефицит од -4.2%. Пројекције за 2021. годину показују да ће Велика Британија реализовати буџетски дефицит од чак -16.9%. У категоријама економског раста, као што је у раду већ истакнуто, док је Кина током 2020. године забележила раст реалног БДП-а од 2,3%, друге економије искусиле су нагли пад економске активности. Рецесивна кретања погодила су и развијене државе – у оквиру Еврозоне највећи пад реализовала је Шпанија (-12%), а и Велика Британија је искусила двоцифрен пад БДП-а (-10%). Реализација економског раста чак и у периоду рецесије сведочи о макроекономској стабилности кинеске привреде. Консеквентно, у току 2020. је дошло и до повећања улазних токова СДИ, тако да је Кина претекла САД на месту најпривлачније СДИ дестинације.²⁹⁵ Економски резултати Кине у 2020. години показују да ће пандемија корона вируса имати врло мало утицаја (у смислу пада активности на финансијском тржишту на глобалном нивоу) на проспекте интернационализације јуана.

*

Успостављање међународног монетарног система заснованог на више валута, система у ком ће се јуан прикључити долару и еврју као трећа значајна светска резервна валута представља природан след и може умањити тренутне валутне тензије уз унапређивање стабилности самог система. Ограничена улога јуана као светске резервне валуте може се сматрати добром полазном основом, али да би ови циљеви били остварени потребно је да државе и приватни актери (институције и појединци) у већој мери почну употребљавати јуан у својим финансијским трансакцијама и као средство очувања вредности. Користи по саму Кину од оваквог статуса њене валуте су огромни. Свакако да није могуће ни пожељно да јуан стекне статус светске резервне валуте преко ноћи.²⁹⁶ Ипак, упркос томе што се не може поуздано тврдити када ће Кина успети да доврши реформе потребне за интернационализацију јуана, то не значи да актери међународног финансијског система не треба да прихвате чињеницу да растућа улога јуана има реалне основе и да ће та улога

295 Andrea Matijević, „Економски изазови за Европску унију у пост Ковид-19 периоду“ у Nevena Stanković, Dragana Dabić i Goran Bandov (ur.), *Razvojni pravci Evropske unije nakon pandemije Kovid 19*, Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd, 2021, str. 264. i 274.

296 Jeffrey Yi-Lin-Forrest, Yirong Ying and Zaiwu Gong, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, op.cit., p. 466.

расти у будућем периоду. Оваква промена перцепције би додатно подстакла процес интернационализације јуана.

ЗАКЉУЧАК

Циљ аутора ове монографије био је да понуди критичку анализу процеса интернационализације јуана, да осветли постигнуте резултате у оквиру тог процеса и идентификује препреке које спутавају убрзавање реализације завршетка овог процеса. Релевантност рада огледа се у чињеници да сам процес интернационализације јуана још увек траје и чини се да аутори никад више нису били несигурни по питању његове судбине него што је то данас, будући да су првобитно дефинисани рокови за завршетак реформи у контексту интернационализације недавно прошли, а неке од суштинских реформи још увек нису ни спроведене. Након теоријске и емпиријске анализе спроведене у раду, може се извести низ закључака који се доводе у везу са полазним хипотезама истраживања.

Аутор првобитно полази од теоријских разматрања појма светске резервне валуте, услова које једна валута треба да задовољава за стицање таквог статуса и предности и недостатака по државу емитента светске резервне валуте. Статус светске резервне валуте подразумева да валута може обављати разменску, обрачунску и функцију очувања вредности не само на домаћем тржишту, већ и на светском нивоу као међународни новац. Да би валута одређене државе била широко употребљавана као светска резервна валута, потребно је да буде конкурентнија од других. Конкурентност одређене валуте одређује величина привреде и раст и продуктивност привреде земље емитента, обим и дубина њеног финансијског тржишта, финансијска стабилност и кредибилност њене монетарне политике, али и фактори инерције. Додатно, валута која је већ успостављена као значајна на међународном нивоу ужива значајне почетне предности у односу на конкуренте. Па ипак, свака од предности одређене валуте подложна је умањењу под утицајем протока времена. Као што је историја досада неколико пута показала, ниједна валута није уживала вечну доминацију у међународној употреби. Предности статуса светске резервне валуте по државу емитента подразумевају погодности за резиденте државе емитента валуте кроз смањење трансакционих трошкова, хегемонију у креирању макроекономске политике и сењоражу. С друге стране, недостаци овог статуса обухватају ризик од изненадне продаје ХоВ деноминираних у домаћој валути, спољна ограничења и терет одговорности за макроекономске политике и ап्रेसијацију девизног курса валуте као другу страну сењораже. Важно је истакнути да и поред неких озбиљних негативних последица, корист држава емитената светских резервних валута

надомешћује недостатке овог статуса.

Други део анализира долар као тренутно кључну валуту међународног монетарног система. Долар је свој статус стекао сустизањем британске фунте стерлинга у међуратном периоду, а потврда овог статуса остварена је након Другог светског рата, када долар постаје кључна валута међународног система скројеног у Бретон Вудсу. Аутор анализира и развој и крах Бретонвудског система, као и периоде еволуције статуса долара након 1970-их. Доминација долара у савременом међународном монетарном систему уочава се кроз различите димензије. Долар је апсолутно доминантна валута фактурисања и финансирања међународне трговине, нарочито трговине нафтом и берзанским производима. Овакав статус има и у међународним финансијама. Долар има вишеструко већи удео у девизним резервама држава на светском нивоу од удела свих других валута заједно. Удео ових финансијских инструмената деноминираних у долару у укупним дужничким ХоВ такође је већи од удела свих других валута у деномирању ових инструмената заједно. Импозантан је и удео на банкарском тржишту – у укупним међународним зајмовима и депозитима они деноминирани у доларима имају процентуални удео од 80% и 53%, респективно, а доларски „шер“ у трансакцијама на девизном тржишту последњих година флукутира у износима од 80–85%. Раст јавног дуга до нивоа већег од реализованог БДП-а, уз растуће дефиците текућег рачуна, али и чињеницу да је упркос овоме финансијска ситуација у САД заправо побољшана током глобалне финансијске кризе подстакла је критике међународног монетарног система заснованог на долару због „неумерених привилегија“ које САД стичу захваљујући статусу своје валуте. И поред нестабилности коју узрокује статус долара у међународном монетарном систему, предлози реформе који, у циљу увећања стабилности, подразумевају реорганизацију монетарног система са додатним учвршћивањем позиције долара нису вероватни јер глобални актери пре гравитирају ка напуштању долара и тражењу нових алтернатива него ка успостављању система у коме би статус долара био додатно учвршћен. Па ипак, трагање за алтернативом није тако лак посао. Упркос тврдњама о томе да се позиција долара све више доводи у питање, упркос спорадичним предлозима да чак и трговина нафтом не буде више финансирана доларима, бројке су и даље на страни ове валуте. Као најозбиљнији конкуренти долару у литератури се наводе евро, јуан и СПВ. Када се посматрају ове три валуте и основе њихове улоге у међународном монетарном систему закључује се да упркос чињеници да долар има својих проблема,

чини се да су проблеми ових валута још већи. Успон евра доказ је да статус међународне валуте више није резервисан за искључиво једну валуту, али је евро „валута без државе“. СПВ нису прави новац - нису заснована на злату или неком другом стандарду, не могу их користити приватни појединци и њима се не може трговати на приватним тржиштима. Одговору на питање који су кључни недостаци јуана посвећена су остала поглавља.

Први предузети кораци анализе улоге јуана подразумевају трагање за одговорима на општа питања – како се може проценити тренутна улога јуана у међународном монетарном систему, каква је релативна позиција јуана у односу на долар и евро као тренутно две најзначајније валуте и који су кључни недостаци јуана у процесу јачања његове међународне улоге. При идентификацији тренутка у ком долази до почетка раста улоге јуана постоје различите интерпретације, али се посебно важним сматра прокламовање интернационализације јуана као званични циљ кинеске владе 2006. године. Анализа тренутне улоге јуана на светском нивоу указује на то да је јуан са уделом од 2.25% рангиран као пета валута по уделу девизним резервама на светском нивоу – испред су долар, евро, јен и британска фунта стерлинга. Јуан за собом оставља канадски и аустралијски долар и швајцарски франак, а његов удео континуирано расте из године у годину. Растућа је и улога јуана у финансирању међународне трговине, док су резултати у међународним финансијама нешто скромнији: валутна структура ванберзанског (ОТС) девизног промета указује да је процентуални удео јуана 4% у укупних 200%; у деноминирању међународни банкарских кредита и депозита: статистике бележе само уделе долара, евра и јена (све остале валуте, укључујући и јуан, имају мале уделе па се у извештајима финансијских институција њихови удели посматрају кумулативно). Примећује се да је по не само овим, него и другим индикаторима улоге јуана у међународним финансијама (депозити у јуану, прекогранично емитовање обвезница деноминираних у јуану) након наглог раста у првој половини 2010-их након 2015. године дошло до благог пада. У циљу стицања потпуније слике о кретањима у оквиру међународног монетарног система, посебно поглавље посвећено је анализи јуана у компаративној перспективи са доларом и евром на три димензије: удели у фактурисању међународне трговине, на девизном тржишту и у (алоцираним) девизним резервама држава. Када се ради о фактурисању међународне трговине, уочава се велика диспропорција на глобалном нивоу: ако се изузму САД и ЕУ, све државе света имају укупни удео у светском извозу од готово

55%, а на њихове валуте у фактурисању међународне трговине „отпада“ свега 15%. Упркос паду употребе долара за ове сврхе након Азијске кризе и настанка евра, долар је ипак задржао примат у међународним трговинским трансакцијама. Растући удели евра у фактурисању међународне трговине прате растући значај Еврозоне у трговинским трансакцијама, али у појединим сегментима трговине супрематија долара није још увек угрожена. С друге стране, значај јуана у фактурисању међународне трговине подстакнут је пре свега факторима ценовне компаративне предности кинеског тржишта за нерезидентне купце, веће сигурности од ризика волатилности девизног курса за кинеске ентитете услед политике фиксног девизног курса. Ако се посматрају удели у глобалним плаћањима уопште, долар је свакако и даље неприкосновен, али је разлика између долара и евра у периоду од септембра 2019. до септембра 2021. мања за готово 2,5 пута, док је јуан у истом посматраном периоду задржао пету позицију. Када се ради о финансирању међународне трговине, јуан се упркос скромном номиналном уделу од 1.7% налази на трећем месту иза долара и евра. Што се тиче девизног промета, иако је удео јуана скроман (4% у укупних 200% девизног промета), растући номинални износи и импозантан скок на „ранг-листи“ валута у девизном промету за мање од 20 година са 35. на 8. место, уз успоравање (у појединим тренуцима и стагнирање па чак и пад) удела долара и евра у трансакцијама на девизном тржишту свакако су разлози за оправдани оптимизам. Ако се посматра структура девизних резерви, уочава се да је удео долара од 2007. до 2020. опао за 5%, а удео евра за 6%, док су удели јуана од 2016. у константном расту, достижући вредност од 2.3% у последњем кварталу 2020. године. Још увек скромни резултати јуана у односу на долар и евро, али и уопште, могу се објаснити препрекама ефективном јачању његове улоге интерне и екстерне природе. Унутрашње препреке подразумевају недостатак демократских капацитета и још увек постојећу потребу за реформама домаћег финансијског система, а спољашња ограничења представљају проблеми везани за политику девизног курса и мрежне екстерналије.

Не може се негирати да су кинеске власти предузеле низ значајних иницијатива за које се показало да имају позитиван утицај на ефекте процеса интернационализације јуана. Тим иницијативама посвећена је глава 4. Наиме, процес интернационализације намеравани је циљ кинеске владе, и подразумева постојање стратегије за спровођење тог циља. У оквиру те стратегије по резултатима се могу издвојити укључивање јуана у корпу за обрачун

СПВ, валутни свој аранжмани централне банке Кине са другим централним банкама и успостављање посебног статуса јуана у Хонг Конгу. Одлука о укључивању у корпу СПВ валута донета је 2015, а ступила на снагу 2016. године. Јуан има трећи по величини удео у оквиру корпе, иза долара и евра. Ова одлука формално је признање значаја Кине у светској економији и акламација до тада спроведених финансијских реформи. Значај овог потеза огледа се у томе да може имати позитиван ефекат на увећање удела јуана у девизним резервама држава. Пракса закључивања валутних својева интензивирана је након 2008. године уз мотивацију подстицања билатералне трговине и инвестиционих односа са државама са којима су овакви аранжмани успостављени. Поседовање јуана у свом портфолију умањује ризике купаца и инвеститора од куповине и продаје валута на девизним тржиштима који се јављају због променљивости девизних курсева, што обезбеђује додатне подстицаје за куповину и инвестирање у Кину, али и увећање употребе јуана на међународном нивоу. Успешност процеса интернационализације валуте огледа се кроз прекограничну трговину и прекограничну употребу, односно употребу на прекограничним тржиштима. Осим тржишта других земаља, статус прекограничног тржишта додељен је и Хонг Конгу, Макау и Тајвану. Хонг Конг се посебно истиче по значају за увећање међународног статуса јуана. Кина успостављањем Хонг Конга као финансијског центра и финансијског тржишта креће у процес интернационализације валуте. Посебан статус јуана у Хонг Конгу уочава се кроз удео Хонг Конга у прекограничним активностима деноминираним у јуану, који је у 2021. години износио 75%, три пута већи удео од свих осталих тржишта заједно. Растућа улога Хонг Конга може се посматрати на три димензије: кроз уделе поравнања трговине са Хонг Конгом у јуану у укупним прекограничним поравнањима трговине у јуану, али и његове уделе у укупним депозитима и обвезницама деноминираним у јуану. У 2019. години вредност јуанског поравнања трговине са Хонг Конгом је представљала 89% укупног прекограничног поравнања трговине у јуану, у Хонг Конгу се налазио највећи фонд јуанских депозита од готово 50% свих прекограничних депозита у јуану, а Хонг Конг традиционално представља најважније тржиште за емитовање прекограничних обвезница деноминираних у јуану (тзв. дим-сум и панда обвезница). Упркос томе што је неспоран значај овог тржишта за раст улоге јуана у глобалним оквирима, оно је ипак ограничено различитим регулативама које још увек лимитирају могућности за тржишну партиципацију нефинансијским институцијама,

ограничавајући потенцијал овог тржишта за подстицање даљег тока процеса интернационализације јуана.

Процена даљег тока процеса интернационализације захтева идентификацију извесних препрека овом процесу, што је суштински и циљ ком аутор тежи у глави 5. Када се анализира кинески економски систем и резултати уочава се да поред препрека, постоје и неке карактеристике кинеског економског система и економски резултати који подстицајно могу утицати на процес интернационализације. Удели Кине у светској економији и трговини представљају такву врсту фактора. Анализа ових удела представља први део главе 5, а овде ће бити изнети основни закључци свих поглавља у оквиру главе 5 редом:

- Посматрано кроз вредност реалног БДП-а у милионима долара за 2020. годину, може се уочити да Кина по вредностима реалног БДП-а заузима друго место на светском нивоу, иза САД. Међутим, ако се глобални аутпут посматра у категоријама БДП-а исказаног у паритетима куповне моћи (БДП ППП), уочава се да је Кина чак и претекла САД 2014. године. Па ипак, важно је напоменути да величина кинеске економије сама по себи није довољна за успешну интернационализацију јуана, широка трансакциона мрежа не може да надомести све друге недостајуће претпоставке интернационализације. Позиција Кине у међународној трговини анализирана је кроз учешће у увозу и извозу робама и комерцијалним услугама. Као и у случају удела Кине у светском БДП-у, и у погледу удела у међународној трговини може се уочити растући тренд. Кина је у 2020. години била водећи светски робни извозник, реализовала је и други највећи удео на светском нивоу у увозу роба и комерцијалних услуга, а нешто слабији су резултати по питању извоза комерцијалних услуга, у оквиру ког се Кина налази на четвртном месту по величини удела. Претпоставка је да растући удели у трговини доводе до увећања значаја јуана у финансирању међународне трговине, док учешће јуана у деноминирању трговинских трансакција може довести до веће употребе у прекограничним инвестицијама и међународним финансијским трансакцијама генерално. Па ипак, првенствено услед недостатака кинеског финансијског тржишта, јуан и даље има далеко важнију улогу у међународним трговинским него у међународним финансијским трансакцијама;
- Што се тиче величине кинеског финансијског тржишта, ако се посматра кроз величину тржишта капитала, уочава

се да је Кина у 2020. години имала друго по величини тржиште капитала на свету (иза САД, а претекавши ЕУ у периоду 2019-2020), да ово тржиште реализује највећи просечни међугодишњи раст од свих економија емитената значајних валута (43.3%) а да је у периоду од 2005. до 2020. удео вредности тржишне капитализације овог тржишта у укупној вредности на светском нивоу порастао са 0.9% на 11.6%. Ипак, није величина финансијског тржишта особина овог тржишта која од пресудног значаја утиче на проспекте интернационализације валуте: да би задовољило обим тражње, финансијско тржиште мора да се развије по димензијама ширине, дубине и ликвидности. Почети развоја кинеског финансијског тржишта по овим димензијама везују се за средину 1990-их, али је спровођење реформи како би се овај циљ што пре реализовао интензивирано чланством Кине у Светску трговинску организацију 2001. године. Евалуација развоја финансијског тржишта указује на и даље доминантан банкарски сектор у оквиру финансијског система. Вредност банкарских депозита у 2020. години била је 11 пута већа од реализованог БДП-а. Кредитна структура показује доминацију кредита усмерених ка корпоративном сектору, нарочито ка компанијама у власништву државе, док су удели кредита за домаћинства знатно мањи. Чињеница да је банкарски систем и даље у највећем делу састављен од банака у државном власништву указује на мањак конкурентности и државну контролу над банкарским сектором која се упорно одржава. Тржиште капитала напредовало је у категоријама ликвидности: користећи стопу обрта на тржишту обвезница као индикатор уочава се да Кина, заједно са Индонезијом и Јужном Корејом, предњачи по нивоу ликвидности тржишта капитала у односу на друге ASEAN+3 државе. Упркос напретку, ове азијске растуће економије и даље поприлично заостају за развијеним државама емитентима међународно значајних валута у категоријама обима трговине на тржишту капитала. Уз то, тржиште капитала још увек није довољно либерализовано, тржиште акција је волатилно, а јављају се и ризици везани за политику фиксног девизног курса. Напредак ипак постоји на кинеском тржишту обвезница, које је по вредности тржишне капитализације треће на свету. Структура тржишта обвезница указује на доминантне уделе државних обвезница али се у периоду 2005–2020. јасно може уочити значајан раст удела

корпоративних обвезница. Ако се посматра девизно тржиште уочава се релативна неразвијеност у односу на друге развијене државе која потиче од чињенице да је приступ овом тржишту за иностране актере био готово у потпуности онемогућен до 2005. године. Тржиште деривата расте из године у годину, али упркос овом расту, домаће тржиште деривата, као и прекогранично тржиште деривата деноминираних у јуану још увек је мало ако се пореди са тржиштима других развијених земаља.

- За развој и отварање финансијског тржишта велики подстицај може дати либерализација тржишта капитала као посебног сегмента финансијског тржишта. Упркос спроведених реформи, утврђивањем *de jure* отворености тржишта капитала уочава се и даље значајно присутна контрола државе над токовима капитала. Као индикатор *de facto* отворености може се користити бруто екстерна позиција Кине, која мери укупан збир финансијске активе и пасиве. Може се уочити изванредан раст бруто екстерне позиције у претходном периоду, седмоструки раст од 2005. до 2020. године. Поредиши са другим земљама у развоју, Кина остварује знатно боље резултате по питању степена интегрисаности у глобално финансијско тржиште. Мерено бруто екстерном позицијом Кина је далеко испред држава осталих држава БРИКС-а. Ипак, компарација са економијама емитентима валута међународног значаја указује на то да ове економије имају значајно веће бруто екстерне позиције од Кине, што сугерише нижи степен интеграције Кине у глобално финансијско тржиште.

- Политике девизног курса Кине предмет су анализе како због питања уравнотежености, тако и због режима девизног курса. Од почетка 2000-их расту притисци на Кину због потцењености валуте којом стимулише извоз, чиме креира нелојалну конкуренцију. Под претњом царина од стране САД Кина допушта ап्रेसијацију своје валуте. Додатно, Пекинг допушта приближавање девизног курса равнотежном нивоу уочивши да ап्रेसијација валуте увећава куповну моћ домаћих потрошача. С друге стране, режим девизног курса прошао је кроз разне промене. Па ипак, Кина се и даље налази у систему фиксног девизног курса дефинисаног на основу вредности корпе валута, уз извесно ширење распона око паритета 2012. и 2014. године. Ризици преласка на флексибилни девизни курс могу бити ублажени уравнотежавањем

курса валуте, а флексибилни девизни курс је у контексту интернационализације јуана битан како би се овај процес могао спроводити по тржишним условима и уз минималне ефекте на благостање.

- Шире поверење у будућу вредност валуте важан је предуслов стицања статуса светске резервне валуте, а за то поверење неопходна је перцепција макроекономских политика државе емитента валуте као стабилних. Показатељ нивоа макроекономске стабилности Кине могу бити нивои јавног дуга и буџетског дефицита, будући да од нивоа ових показатеља у највишој мери зависе и инфлаторна кретања. Ако се посматра јавни дуг кроз уделе у БДП-у за десетогодишњи период и кроз компарацију Кине са другим економијама, тренутне вредности јавног дуга у односу на јавни дуг других држава емитената значајних валута, може се уочити да је, уз изузетак Јапана и Немачке, ниво јавног дуга у процентима БДП-а знатно нижи од осталих држава са међународно значајним валутама. Ипак оно што може забрињавати јесте раст јавног дуга Кине у претходном периоду како у номиналним износима тако и у погледу удела у БДП-у. У протеклих 10 година дошло је до готово двоструког раста овог удела. Што се тиче биланса буџета, Кина је до 2015. године бележила чак и суфицит буџета, након чега долази до наглог пораста буџетске потрошње. По овом индикатору Кина се приближила осталим државама емитентима значајних валута. Па ипак, може се уочити да ове конкретне промене нису на значајнији начин утицале на озбиљније промене стопе инфлације, а тиме и на угрожавање макроекономске стабилности. Макроекономски амбијент у великој мери је одређен карактером политичког управљања, а на поверење иностраних актера у стабилност кинеских макроекономских политика утиче одсуство владавине права и институционалне транспарентности. Кина се према индексу економских слобода Херитиџ фондације у 2021. години налази на 107. месту од укупно 178 посматраних држава.

Последња глава посвећена је перспективама јуана да стекне статус валуте већег међународног значаја. Прегледом литературе уочено је да постоје аутори које се баве предикцијом ефеката јачања улоге јуана не само у категоријама стицања већег статуса на међународном нивоу, него и његовим перспективама да угрозе па чак и престигну долар по улози у међународном монетарном систему.

Има аутора који сматрају да је ово врло могућ сценарио, али и оних који сматрају да се то неће догодити у догледној будућности, а по некима је овакав развој догађаја и немогућ. Ипак, већина аутора бави се само оценама досадашњег процеса интернационализације и идентификацијом препрека у процесу. Има и оних који сматрају да чак иако јуан постане међународно значајна валута, то не значи да ће долар морати да изгуби свој значај и да је могућа коегзистенција више значајних валута у оквиру међународног монетарног система. Аутор ове монографије става је да упркос свим напрецима Кина и даље има значајан задатак пред собом како би јуан уопште стекао већи међународни значај, а далеко је од тога да јуан сустигне и претекне долар на међународној сцени. На овакав закључак наводи чињеница да је протекло доста времена од прокламовања интернационализације валуте као званичног циља Кине до тренутка ове анализе, а неке суштинске реформе које би нагло увећале употребу јуана на међународном нивоу још увек нису спроведене. Аутор сматра да би највероватнији исход интернационализације јуана био креирање мултивалутног међународног монетарног система. Емпиријске студије су показале и да би успостављање овакве структуре допринело системској стабилности. Надаље, у оквиру овог поглавља аутор идентификује и два фактора који додатно могу подстаћи раст улоге јуана на међународном нивоу. Пре свега то је раст регионалне сарадње, нарочито у форми Иницијативе појаса и пута. Кина би деноминирањем пројеката у оквиру ове иницијативе регионалне сарадње у јуану значајно допринела расту улоге јуана. Други фактор јесте стицање статуса најважнијег светског кредитора, који може помоћи Кини да утиче на валутне обрасце других држава. На крају, реализација позитивних економских резултата чак и у периоду глобалне рецесије проузроковане кризом корона вируса указује на макроекономску стабилност Кине. Поглавље завршава напоменом да би прихватање чињенице да јуан има реалне основе за раст и да ће његова улога у будућем периоду и даље наставити да расте од стране актера могло позитивно утицати на даљи ток процеса интернационализације.

Сагледано у целисти, може се рећи да је овако спроведена анализа доказала почетне хипотезе истраживања. Наиме, показало се да је хипотеза према којој процес интернационализације јуана има растући тренд потврђена у категоријама показатеља растуће улоге јуана у фактурисању и финансирању међународне трговине, као и растућих удела у девизним резервама држава. Ипак, након 2014. и 2015. идентификован је благи пад по индикаторима значаја јуана

у глобалним плаћањима и међународним финансијама уопште. С друге стране, стабилан раст вредности индекса глобализације јуана (RGI) након јуна 2016. године, којим се квантитативно изражава ток процес интернационализације јуана и чија вредност у највећој мери зависи од параметара улоге јуана у међународним финансијама, указује на то да је негативни тренд преокренут и да се јуан вратио на трајекторије раста и у области међународних финансија. Надаље, анализа показује да су растући удели кинеске економије у светској привреди и кинеске трговине у светској трговини управо и били почетни импулс интернационализацији јуана. Кина и даље наставља да расте, остварујући раст номиналне вредности реалног БДП-а чак и у периоду глобалне рецесије 2020. године. Будући да је успоравање економског раста од 2014. године проузроковало пад поверења инвеститора у стабилност кинеског финансијског тржишта и коинцидирало са депресијацијским притисцима на валуту и увећањем контроле над токовима капитала, а последично довело и до пада значаја јуана у међународним финансијама након 2014, тиме се показало колико је континуирани раст удела Кине у светској привреди и трговини значајан параметар за интернационализацију јуана. Додатно, анализа показује да упркос напретка у другим областима, без коренитих реформи финансијског тржишта не може доћи до ефективне интернационализације јуана. Пад значаја јуана у међународним финансијама чак је и показатељ да изостанак ових реформи може озбиљно довести у питање резултате напретка у другим областима.

На самом крају, могло би се закључити да је Кини потребно креирање листе приоритета економских политика, као и доследност тој листи у будућем периоду. Чини се да снажна контрола државе над економским, а нарочито финансијским токовима није у складу са циљем успостављања већег међународног значаја валуте.

ЛИТЕРАТУРА

1) Књиге, монографије и зборници радова

- Митровић, Драгана, *Кинеско економско чудо: прва декада реформи 1978–1988*, Институт за политичке студије, Београд, 2008.
- Митровић, Драгана, „Кина и светска криза: не боји се ко је здрав“, *НИН*, 13. новембар 2008, у: Драгана Митровић, *Притајени тигар, нескривени змај: Кина – развој, успон и глобални утицај*, Институт за азијске студије, Београд, 2021, стр. 310–313.
- Тинитин, Ванг, „Драгана Митровић: Међународна заједница треба да се супротстави политизацији пандемије“, Интервју: *Кинески међународни радио (КМР)*, 13. мај 2020, у: Драгана Митровић, *Притајени тигар, нескривени змај: Кина – развој, успон и глобални утицај*, Институт за азијске студије, Београд, 2021, стр. 447–449.
- Целетовић, Миленко, Шубара, Љубомир, *Евро и монетарна интеграција Европе*, Институт за међународну политику и привреду, Београд, 2017.
- Вјелић, Предраг, *Svetska trgovinska organizacija*, Prometej, Beograd, 2002.
- China 2020 Research Team, “Repositioning China in 2020”, in: Shao BinHong (ed.), *The World In 2020 According To China*, Koninklijke Brill nv, Leiden, 2014, pp. 69–129.
- Chinn, Menzie and Frankel, Jeffrey A., “Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency”, in: *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Clarida, Richard H. (ed.), University of Chicago Press, 2007, pp. 283–322.
- Cohen, Benjamin J., *Currency Power – Understanding Monetary Rivalry*, Princeton University Press, 2015.
- Dobbs, Richard, David Skilling, Wayne Hu, Susan Lund, James Manyika, and Charles Roxburgh, *An Exorbitant Privilege? Implications of Reserve Currencies for Competitiveness*, McKinsey Global Institute, Washington, DC, 2009.
- Eichengreen, Barry, *Exorbitant Privilege – The Rise and Fall of the Dollar*, Oxford University Press, 2011.
- Eichengreen, Barry, Mehl, Arnaud and Chițu, Livia, *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*, Princeton University Press, 2018.

- Fan, He, Weijiang, Feng and Jin, Xu, “Challenges Facing the Global Governance Mechanism and China’s Counter-Measures”, in: Shao Binhong (ed.), *The World In 2020 According To China*, Koninklijke Brill nv, Leiden, 2014, pp. 255–275.
- Fischer, Stanley, “Capital Account Liberalization and the Role of the IMF”, in *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, Essays in International Finance No. 207, May 1998, International Finance Section, Princeton University Press, pp. 1–10.
- Forrest, Jeffrey Yi-Lin, Ying, Yirong and Gong, Zaiwu, *Currency Wars: Offense and Defense through Systemic Thinking*, Springer International Publishing, 2018.
- Frankel, Jeffrey A., “Impact of the euro on members and non-members”, in: *The euro as a stabilizer in the international economic system*, Mundell, Robert and Clesse, Armand (eds), Kluwer, Boston, 2000.
- Gaspar, Vítor, “Financial integration and the international role of the euro”, in: *Euro at Five: Ready for a Global Role*, Institute for International Economics, Washington, DC, 26 Фебруару 2004.
- Haizhou Huang and Chengjun, Zhou “The Strategy of China’s Opening-Up under New Circumstances”, in: Shao Binhong (ed.), *The World In 2020 According To China*, Koninklijke Brill nv, Leiden, 2014, pp. 195–231.
- Kirshner, Johnatan, *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*, Princeton University Press, 1995.
- Kovačević, Radovan, *Međunarodno tržište kapitala: savremene tendencije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomski fakultet, Beograd, 2012.
- Kovačević, Radovan, *Međunarodne finansije*, Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet, Beograd, 2014.
- Krugman, Paul, “The International Role of the Dollar: Theory and Prospect”, in: *Exchange Rate Theory and Practice*, John F. O. Bilson and Richard C. Marston (eds.), University of Chicago Press, 1984, pp. 261–278.
- Krugman, Paul, *Currency and Crises*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1995.
- Krugman, Paul R., Obstfeld, Maurice and Melitz, Marc J., *International Economics – Theory and Policy*, Pearson Education Limited, 2018.
- Matijević, Andrea, „Ekonomski izazovi za Evropsku uniju u post Kovid 19 periodu“, u Nevena Stanković, Dragana Dabić i Goran Bandov (ur.), *Razvojni pravci Evropske unije nakon pandemije Kovid 19*, Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd, 2021, str. 259–281.

- Mitrovic, Dragana, “China’s Belt and Road Initiative: Connecting and Transforming Initiative”, in: Yu Cheng, Lilei Song and Lihe Huang (eds.), *The Belt & Road Initiative in the Global Arena: Chinese and European Perspectives*, Palgrave Macmillan, 2018, pp. 17–34.
- Mitrovic, Dragana, “Six Years of ‘16+1’ Framework of Cooperation – in Between EU, Expectations and Limitations“ in: *Challenges of Adjusting to a Changing Global Economy in the 21st Century*. Romanian Academy, Bucharest; Chinese Academy of Social Sciences, (CASS), Beijing; The Institute of International and Public Affairs, Tongji University, Shanghai, 2019.
- Nabar, Malhar S. and Tovar, Camilo E., “Chapter 9. Renminbi Internationalization”, in: W. Raphael Lam, Markus Rodlauer, and Alfred Schipke (eds.), *Modernizing China - Investing in Soft Infrastructure*, International Monetary Fund, 2017, pp. 249–278.
- Oatley, Thomas, *International Political Economy*, Routledge, 2019.
- Pavlović, Zoran, *Ogledi o političkoj kulturi*, Filozofski fakultet Univerziteta u Beogradu, 2017.
- Rapačić, Stevan, *Svetska trgovinska organizacija i preduzeća u spoljnoj trgovini*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2013.
- Salvatore, Dominik, *Međunarodna ekonomija*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2014.
- So, Alvin Y., Lin, Nan and Poston, Dudley (eds.), *The Chinese Triangle of Mainland China, Taiwan, and Hong Kong: Comparative Institutional Analyses*, Greenwood Press, 2001.
- Subramanian, Arvind, *Eclipse – Living in the Shadow of China's Economic Dominance*, Institute of International Economics, 2011.
- Twarowska, Katarzyna, “Analysis of the Use of the Chinese Renminbi as an International Currency”, in: Khalid S. Soliman (ed.), *Innovation Management and Education Excellence through Vision 2020*, Milan, 2018, pp. 6049–6064.
- Vasiljević, Branko, *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, 2009.
- Yu Yongding, “Revisiting the Internationalization of the Yuan” in: Shao BinHong (ed.), *The World In 2020 According To China*, Koninklijke Brill nv, Leiden, 2014, pp. 231-259.

2) Часописи

- Матијевић, Андреа, „Историјски институционализам – потенцијал објашњења узрока кризе хипотекарног дуга из 2007. године у Сједињеним Америчким Државама“, *Култура пописа*, бр. 43, година XVII, 2020, стр. 51–60.

- Матијевић, Андреа, „Економска неједнакост као фактор ограничења економског раста Сједињених Америчких Држава“, *Политичка ревија* 66 (4), 2020. стр. 97–120.
- Матијевић, Андреа, „Ставови држава чланица о проширењу Европске уније и нова методологија политике проширења“, *Политичка ревија* 64 (2), 2020. стр. 151–175.
- Петровић, Небојша и Матијевић, Андреа, „Друштвене вредности као предиктори перцепције односа Србије и Европске уније“, *Политичка ревија* 60 (2), 2019, стр. 159–182.
- Austin, Kenneth, “Systemic Equilibrium in a Bretton Woods II – Type International Monetary System: The Special Roles of Reserve Issuers and Reserve Accumulators”, *Journal of Post Keynesian Economics* 36:4 (Summer), 2014, pp. 607–633.
- Canzoneri, Matthew, Cumby, Robert, Diba, Behzad and López-Salido, David, “Key Currency Status: an Exorbitant Privilege and an Extraordinary Risk”, *Journal of International Money and Finance*, Volume 37, October 2013, pp. 371–393.
- Cohen, Benjamine J., “The International Monetary System: Diffusion and Ambiguity”, *International Affairs* 84:3 (2008), pp. 455–470.
- Cohen, Benjamin J. “The Future of the Reserve Currencies”, *Finance and Development*, September 2009, pp. 26–29.
- Eichengreen, Barry “The euro as a reserve currency”, *Journal of the Japanese and International Economies*, no 12 (1998), pp. 483–506.
- Eichengreen, Barry and Flandreau, Marc, “The rise and fall of the dollar (or when did the dollar replace sterling as the leading reserve currency?)”, *European Review of Economic History* 13 (3), 2009, pp. 377–411.
- Eichengreen, Barry, “The renminbi as an international currency”, *Journal of Policy Modeling* 33 (2011), pp. 723–730.
- Hartmann, Philipp and Issing, Otmar, “The international role of the euro”, *Journal of Policy Modeling*, vol. 24, issue 4 (2002), pp. 315–345.
- Kovačević, Radovan, „Dolar i evro u međunarodnom monetarnom sistemu“, *Ekonomске идеје и пракса*, 2 (2011), стр. 9–21.
- Kovačević, Radovan, „Dolar kao svetska rezervna valuta – izazovi i perspektive“, *Bankarstvo*, br. 6, Udruženje banaka Srbije, 2014, стр. 16–43.
- Malović, Marko G. “To Be or Renminbi Trend in the Evolution of International Monetary System”, *Industrija* Vol. 42, No. 3, 2014. pp. 141–162.

- Milošević, Aleksandar, Živojinović, Dragan, „Mi u dolar (ne) verujemo – posledice smanjenja globalne uloge dolara po ukupnu moć Sjedinjenih američkih država“, *Godišnjak Fakulteta političkih* **1** a, vol. 7, br. 9, 2013, str. 81–99.
- Stiglitz, Joseph E., “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability”, *World Development*, Vol. 28, No. 6, 2000, pp. 1075–1086.
- Twarowska, Katarzyna, “Reforms of China’s exchange rate regime and the renminbi internationalization”, *Economics and Law*, Volume 18, Issue 4, December 2019, pp. 531–556.

3) Студије, извештаји и друге публикације

- Bayoumi, Tamim and Ohnsorge, Franziska, “Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China”, IMF Working Papers 13(189):1, Јануару 2013.
- Bénassy-Quéré, Agnès and Pisani-Ferry Jean, “What International Monetary System for a Fast-Changing World Economy”, Centre d’études prospectives et d’informations internationales Working Paper No 2011-4b.
- Bénassy-Quéré, Agnès and Capelle, Damien, “On the Inclusion of the Chinese Renminbi in the SDR Basket”, *CESIFO Working Paper*, No. 3989, November 18, 2012.
- Bénassy-Quéré, Agnès and Forouheshfar, Yeganeh, “The Impact of Yuan Internationalization on the Euro-Dollar Exchange Rate”, CEPII Working Paper 2013–14
- Boz, Emine et al., “Patterns in Invoicing Currency in Global Trade”, *IMF Working Paper No. 20/126*, July 27. 2020.
- Broz, J. Lawrence and Zhiwen Zhang, “Explaining Foreign Interest in China’s Global Economic Leadership: Bilateral Currency Swap Agreements”, Working Paper, 2018.
- Cohen, Benjamin J., “The Geopolitics of Currencies and the Future of the International System”, Working Paper No. 28–2003, The Elcano Royal Institute, 6.11.2003.
- Eichengreen, Barry, “Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition”, Paper 11336, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA., 2005.
- Errico, Luca and Massara, Alexander, “Assessing Systemic Trade Interconnectedness – An Empirical Approach”, IMF Working Paper WP/11/214, 2011.

- Frankel, Jeffrey, “Historical Precedents for the Internationalization of the RMB”, Paper prepared for workshop organized by Council on Foreign Relations and China Development Research Foundation, Beijing, November 1. 2011.
- Galati, Gabriele G. and Wooldridge, Philip, “The euro as the reserve currency: a challenge to the preeminence of the US dollar?” *BIS Working Papers*, no 218, October 2006.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Hélène Rey, and Nicolas Govillot, “Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty”, Discussion Paper 10-E-20, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Tokyo, 2010.
- Islam, Shahidul and Khaled M. R. Bashar, Omar, “Internationalization of the Renminbi: Theory and Evidence”, Institute of Governance Studies Working Paper Series No. 04/2012, BRAC University
- Kroeber, Arthur, “China’s Global Currency: Lever for Financial Reform”, *Brooking Papers–Tsinghua Center for Public Policy*, Monograph Series No. 3, February 2013.
- Kuhn, Berthold, *China’s rise and Chinese values: China’s growing influence and its critics*, Expert Comment, Dialogue of Civilizations Research Institute, Berlin, 2019.
- Lardy, Nicholas and Douglass, Patrick, “Capital Account Liberalization and the Role of the Renminbi”, Working Paper 11–6, Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., February 2011.
- Matijevi  c, Andrea, „Politi  ki uzroci krize hipotekarnog duga iz 2007. godine u Sjedinjenim Ameri  kim Dr  zavama“, Master rad, Fakultet politi  kih nauka Univerziteta u Beogradu, 2019.
- Obstfeld, Maurice, *The SDR as International Reserve Asset: What Future?*, International Growth Center, London School of Economics and Political Science, March 2011.
- Prasad, Eswar and Je, Lei, “The Renminbi’s Role in the Global Monetary System”, the paper presented at Asia Economic Policy Conference: Asia’s Role in the Post-Crisis Global Economy, 2012. pp. 127–197.
- Prasad, Eswar, *Has the dollar lost ground as the dominant international currency?*, Global Economy and Development at Brookings, September 2019.
- Takatoshi, Ito, *The Internationalization of the RMB: Opportunities and Pitfalls*, Council of Foreign Relations, New York, 2011.

- Twarowska, Katarzyna, “The Impact of The Renminbi Internationalization on Stability of The International Monetary System”, paper presented at 5th International Multidisciplinary Scientific Conference on Social Sciences and Arts (SGEM 2018), Florence, Italy
- Williamson, John, *The Dollar and US Power*, paper presented at the conference “Currencies of Power and the Power of Currencies”, Bahrain, September 29 – October 2, 2012.
- Yam, Joseph, “A Safe Approach to Convertibility for the Renminbi”, Working Paper No. 5, Institute of Global Economics and Finance, The Chinese University of Hong Kong, April 2011.

4) Интернет извори и базе података

- Asian Bonds Online, *Data Portal*. Доступно на: <https://asianbondsonline.adb.org/data-portal/>, Приступљено: 10.11.2021.
- Bank for International Settlements, *Global liquidity: changing instrument and currency patterns*, Basel, September 2018. Доступно на: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809b.htm, Приступљено: 10.11.2021.
- Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey - Foreign exchange turnover in April 2019*, Basel, September 2019. Доступно на: https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.htm, Приступљено: 10.11.2021.
- CEIC data, *Total deposits*. Доступно на: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/total-deposits>, Приступљено: 10.11.2021.
- CEIC data, *Nominal GDP*. Доступно на: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/nominal-gdp>, Приступљено: 10.11.2021.
- Chen Jia, “RMB bonds for \$1.24b on auction in HK”, The People’s Republic of China – The State Council, last update: 23. September 2021. Доступно на: https://english-www-gov-cn.translate.google.com/statecouncil/ministries/202109/23/content_WS614bd592c6d0df57f98e0b0b.html?_x_tr_sch=http&_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=sr&_x_tr_hl=sr&_x_tr_pto=op,sc, Приступљено: 10.11.2021.
- European Central Bank, *The international role of the euro*, Frankfurt, July 2017. Доступно на: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.euro-international-role-201707.pdf?97b744a422eeca404e8a27783c697f54>, Приступљено: 10.11.2021.

- European Central Bank, *The international role of the euro*, Frankfurt, June 2020. Доступно на: <https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire202006~81495c263a.en.html#toc6>, Приступљено: 10.11.2021.
- Gill, Chris, “The incredible appreciating yuan”, *Asia Financial*, 3. september 2020. Доступно на: <https://www.asiafinancial.com/the-incredible-appreciating-yuan>, Приступљено: 10.11.2021.
- Heritage Foundation, *2021 Index of Economic Freedom - Country Rankings*. Доступно на: <https://www.heritage.org/index/ranking>, Приступљено: 10.11.2021.
- Hong Kong Monetary Authority, *2020 Annual Report*, Доступно на: <https://www.hkma.gov.hk/eng/data-publications-and-research/publications/annual-report/2020/>, Приступљено: 10.11.2021.
- Hong Kong Monetary Authority, “Briefing to the Legislative Council Panel on Financial Affairs”, 3 February 2020. Доступно на: <https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/about-the-hkma/legislative-council-issues/20200203e1.pdf>, Приступљено: 10.11.2021.
- International Monetary Institute and Renmin University of China, “RMB Internationalization Report 2021-The New Development Pattern of Dual Circulation and Currency Internationalization”, No. 2101[EN] Research Report, July 2021. Доступно на: <http://sf.ruc.edu.cn/21-03-10.pdf>, Приступљено: 10.11.2021.
- International Monetary Fund (E-library), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions – Country Reports*. Доступно на: <https://www.elibrary-areaer.imf.org/Pages/Reports.aspx>, Приступљено: 10.11.2021.
- International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*. Доступно на: <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4&sId=1408243036575>, Приступљено: 10.11.2021.
- International Monetary Fund, *Fiscal Monitor – Gross Debt (% of GDP)*. Доступно на: <https://data.imf.org/?sk=757a72b7-eece-470e-b6a1-d96b04b7014a&sId=1420755982661>, Приступљено: 10.11.2021.
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics*. Доступно на: <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b&sId=1409151240976>, Приступљено: 10.11.2021.

- International Monetary Fund, “IMF’s Executive Board Completes Review of SDR Basket, Includes Chinese Renminbi” Press release of November 30, 2015. Доступно на: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2015/pr15540.html>, Приступљено: 10.11.2021.
- International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, August 2020. Доступно на: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2020/08/10/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2019-47102>, Приступљено: 10.11.2021.
- International Monetary Fund, *World Economic Outlook Update*, January 2021. Доступно на: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2020/October>, Приступљено: 10.11.2021.
- International Monetary Fund, *Special Drawing Rights*, Фебруару 2021. Доступно на: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>, Приступљено: 10.11.2021.
- International Monetary Fund, *Gross Debt Position (% of GDP) – United States*, April 2021. Доступно на: https://www.imf.org/external/datamapper/G_XWDG_G01_GDP_PT@FM/ADVEC/FM_EMG/FM_LIDC/USA, Приступљено: 10.11.2021.
- Joint Declaration of the Government of the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland and the Government of the People’s Republic of China on the Question of Hong Kong*, The Government of Hong Kong – Special Administrative Region of the People’s Republic of China: Constitutional and Mainland Affairs Bureau (последња измена: јул 2007). Доступно на: <https://www.cmab.gov.hk/en/issues/jd2.htm>, Приступљено: 10.11.2021.
- Kennedy, Paul, “Back to Normalcy”, *The New Republic*, December 21, 2010. Доступно на: <https://newrepublic.com/article/79753/normalcy-american-decline-decadence>, Приступљено: 10.11.2021.
- Macrotrends, *Dollar Yuan Exchange Rate*. Доступно на: <https://www.macrotrends.net/2575/us-dollar-yuan-exchange-rate-historical-chart>, Приступљено: 10.11.2021.
- Macrotrends, *China Inflation Rate 1987-2021*. Доступно на: <https://www.macrotrends.net/countries/CHN/china/inflation-rate-cpi>, Приступљено: 10.11.2021.
- Mundell, Robert, “The Case for the Euro I”, *The Wall Street Journal*, March 24, 1998. Доступно на: <https://www.wsj.com/articles/SB890686359476492000>, Приступљено: 10.11.2021.

- OECD, *Foreign Direct Investment Statistics: Data, Analysis and Forecasts*, April 2021. Доступно на: <https://www.oecd.org/investment/statistics.htm>, Приступљено 10.11.2021.
- OECD Data, *General Government Deficit by Country*. Доступно на: <https://data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm>, Приступљено: 10.11.2021.
- Persaud, Avinash, “When Currency Fall”, Gresham College, London, 2004. Доступно на: <http://www.gresham.ac.uk/lectures-and-events/when-currency-empires-fall>, Приступљено: 10.11.2021.
- Schiff, Peter, “The Dollar’s Loss Is Not America’s Win – Ep 637”, Podcast: *The Peter Schiff Show*, 19. december 2020. Доступно на: <https://www.schiffradio.com/dollar-loss-not-america-win/>, Приступљено: 10.11.2021.
- SIFMA, *2021 Capital Markets Fact Book*, July 2021. Доступно на: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/07/CM-Fact-Book-2021-SIFMA.pdf>, Приступљено: 10.11.2021.
- Standard Chartered, *Renminbi tracker: How global is the renminbi?* Доступно на: <https://www.sc.com/en/trade-beyond-borders/renminbi-globalisation-index/>, Приступљено: 10.11.2021.
- SWIFT, *RMB Tracker document centre*, October 2021. Доступно на: <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre>, Приступљено: 10.11.2021.
- SWIFT, *RMB Tracker document centre – Special Edition*, September 2019. Доступно на: <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre?category%5B0%5D=168916>, Приступљено: 10.11.2021.
- Štavljanin, Dragan, „Da li je Kina sama sebi najveći protivnik?“, *Radio Slobodna Evropa*, 5. Јануар 2021. Доступно на: <https://www.slobodnaevropa.org/a/da-li-je-kina-sama-sebi-najve%C4%87i-protivnik-/31033341.html>, Приступљено: 10.11.2021.
- Timmer, Hans et al., “Global development horizons 2011: Multipolarity – the new global economy”, World Bank Group, Washington, D.C. Доступно на: <http://documents.worldbank.org/curated/en/597691468150580088/Global-development-horizons-2011-Multipolarity-the-new-global-economy>, Приступљено: 10.11.2021.
- The People’s Bank of China, *Sources & Uses of Credit Funds of Financial Institutions (by Sectors)*, December 2010. Доступно на: <http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/defaultCurSite/resource/cms/2015/07/2010s01a.htm>, Приступљено: 10.11.2021.

- The People's Bank of China, *Financial Statistics Report (2019)*, PBC, Beijing. Доступно на: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688978/3709137/3960673/index.html>, Приступљено: 10.11.2021.
- The People's Bank of China, "PBC Official Interprets Measures for Further Opening Up the Financial Sector", Press Release, date of last update: 24. July 2019. Доступно на: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688241/3688636/3688660/3864659/index.html>, Приступљено: 10.11.2021.
- The People's Bank of China, "PBC and SAFE Further Facilitate Investment by Overseas Institutional Investors in the Interbank Bond Market", Press Release, date of last update: 18. October 2019. Доступно на: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688241/3688636a/3688660/3905524/index.html>, Приступљено: 10.11.2021.
- The People's Bank of China, *RMB Internationalization Report*, PBC, Beijing, 2020. Доступно на: <https://www.caixinglobal.com/upload/PBOC-2020-RMB-International-Report.pdf>, Приступљено: 10.11.2021.
- The People's Bank of China, *Sources & Uses of Credit Funds of Financial Institutions (by Sectors)*, December 2020. Доступно на: <http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/defaultCurSite/resource/cms/2021/01/2021011909453426871.pdf>, Приступљено: 10.11.2021.
- Trading Economics, *Data by country*. Доступно на: <https://tradingeconomics.com/countries>, Приступљено: 10.11.2021.
- Walsh, Kathleen, "The gradual internationalisation of the RMB", *East Asia Forum*, 23 October 2019. Доступно на: <https://www.eastasiaforum.org/2019/10/23/the-gradual-internationalisation-of-the-rmb/>, Приступљено: 10.11.2021.
- World Bank Archives, *Series – Records Relating to the Committee of Twenty and to Two of Its Technical Groups*, February 1972 – May 1974. Доступно на: <https://archivesholdings.worldbank.org/records-relating-to-committee-of-twenty-and-to-two-of-its-technical-groups>, Приступљено: 10.11.2021.
- WorldBank, *Current account balance (% of GDP) – United States*. Доступно на: <https://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.GD.ZS?end=2019&locations=US&start=1970&view=chart>, Приступљено: 10.11.2021.
- World Bank, *GDP per capita growth (annual %) – Euro Area*, n.d. Доступно на: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG?locations=XС>, Приступљено: 10.11.2021.

- World Bank, *GDP per capita growth (annual %) – United States*, n.d.
Доступно на: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG?locations=US>, Приступљено: 10.11.2021.
- World Bank, *World Bank Data by Country – China*. Доступно на: <https://data.worldbank.org/country/china>, Приступљено: 10.11.2021.
- World Bank, *Gross Domestic Product 2020*, July 2021. Доступно на: <https://databank.worldbank.org/data/download/GDP.pdf>, Приступљено: 10.11.2021.
- World Trade Organization, *World Trade Statistical Review 2021*.
Доступно на: https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/wts2021_e/wts2021_e.pdf, Приступљено: 10.11.2021.
- Zöllner, Peter, “The Renminbi in the SDR Basket and its Future Role in the International Financial System”, *BIS Speeches*, 2016, Доступно на: <https://www.bis.org/speeches/sp160620.htm>, Приступљено: 10.11.2021.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

336.74

МАТИЈЕВИЋ, АНДРЕА, 1995-

Успон кинеског јуана као светске
резервне валуте / Андреа Матијевић. -
Београд : Институт за политичке
студије, 2022 (Житиште : Ситопринт). - 201
стр. : илустр. ; 25 cm

“Ова монографија заснива се на
необјављеним налазима истраживања
спроведеним за потребе мастер рада
насловa ‘Јуан као светска резервна
валута изазови и перспективе’,
одбрањеног 21. септембра 2021. године на
Екон. фак. Универзитета у Београду.”-->
стр. 12-13. - Тираж 100. - Напомене и
библиографске референце уз текст. -
Библиографија: стр. 190-201.

ISBN 978-86-7419-359-4

а) Јуан

COBISS.SR-ID 67118601



Андреа Матијевић рођена је 1995. године у Ужицу. Дипломирала је на Факултету политичких наука у Београду 2018. године, на међународном смеру. Звање мастер политиколога за међународне послове стекла је 2019. године на Факултету политичких наука у Београду, а 2021. године стиче и звање мастер економисте међународних економских односа на Економском факултету у Београду. Докторске међународне и европске студије уписала је 2019. године на Факултету политичких наука у Београду. Запослена је као истраживач-приправник на Институту за политичке студије у Београду. Аутор је десетине чланака из области међународне економије и европских интеграција објављених у научним и стручним часописима и тематским зборницима, а излагала је и на научним и стручним конференцијама.

ISBN 978-86-7419-359-4



9 788674 193594