

*Горан Николић**

Институт за европске студије, Београд

*Предраг Петровић**

Институт друштвених наука, Београд

ДА ЛИ ЋЕ КИНЕСКА ВАЛУТА ТОКОМ 2020-ИХ ДОБИТИ ГЛОБАЛНИ СТАТУС?¹

Сажетак

Пандемија КОВИД-19 и с њом повезана економска криза катализује ребаланс у глобалној моћи, од Запада ка Истоку, што се одражава и на валутна тржишта. Процене су да ће значајно ојачати утицај ренминбија (РМБ) током треће деценије 21. века, да би на крају тог периода он постао трећа највећа резервна валута. Ово је повезано са растућом спремношћу страних инвеститора да уђу на једно од ретких тржишта капитала за које се очекује значајан раст у пост-КОВИД-19 ери, пре свега захваљујући убрзању либерализације кинеског финансијског тржишта и очекиваној ап्रेसијацији РМБ током 2020-их. Кинески помаци на развоју прве суверене дигиталне валуте ће такође имати велику важност за интернационализацију РМБ. Огромна величина кинеске економије, која ће 2028. вероватно престићи америчку, и растућа улога РМБ-а представљају до сада најозбиљнији изазов за САД и долар. У надолазећем мултиполарном свету

* gorannikolic@gmail.com

* ppetrovic@idn.org.rs

1 Рад је написан у оквиру Програма истраживања Института за европске студије за 2021, као и у оквиру Програма истраживања Института друштвених наука за 2021. који су оба подржана од стране Министарства просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије.

може се замислити да долар наставља да игра претежну, али не као сада ексклузивну улогу, у међународној трговини и финансијама. Дакле, јасно је да је РМБ још увек далеко од светске резервне валуте, која захтева пуну конвертибилност и потпуну либерализацију тржишта капитала, али се пут ка трополном монетарном систему, кога би чинили долар, евро и ренминби, назире.

Кључне речи: РМБ, интернационализација валуте, кинеска економија, амерички долар, монетарни систем, ребаланс моћи.

УВОД

Снажан и брз опоравак кинеске економије од пандемије поново је покренуо вишегодишњу расправу о томе колико дуго може да траје доминација долара на глобалним тржиштима. О пропасти долара као светске резервне валуте се нагађало и предвиђало годинама. Пре него што се као изазивач појавио јуан (ренминби - РМБ), сва помпа била је око евра као наследника долара, али ништа није успевало да угрози два ослонца надмоћи долара - улога САД-а као покретача глобалног раста и уточишта за инвеститоре током криза. Ипак, криза узрокована корона вирусом додатно је ослабила ове традиционалне ослонце америчке монете. Тренутно се РМБ налази на дугогодишњем максимуму, са Кином која бележи рекордне приливе капитала на своја тржишта акција и обвезница, супротно од САД.¹ Та дивергенција, која је условила најгоре перформансе долара од 2017, појачала је сумње у хегемонију долара, с инвеститорима који све више желе да купе кинески имовину (*assets*) и који фреквентније користе РМБ за трговину.

Тесно повезана са глобалном улогом две валуте је чињеница да су, барем до почетка 2021, односно до доласка на власт Демократа у САД, кинеско-амерички односи вероватно најгори од фамозног отварања најмногољудније земље 1978. Међутим, иако Вашингтон спроводи финансијске санкције против Пекинга и практично покушава да раздвоји две

1 Скоро 10% кинеских државних обвезница су сада у страном власништву и тај удео ће се повећавати како обвезнице буду укључени у главне глобалне индексе (Tooze, 2021).

све присутније на кинеском тржишту. Наиме, оне уз подршку Пекинга, на огромном и брзо растућом кинеском тржишту развијају бизнис које се односи на управљање имовином, куповином и продајом хартијама од вредности, животним осигурањем, као и *fintech* пословима. Пекинг покушава да ублажи недостатке у секторима високе технологије, укључујући и финансије, те је у том контексту интензивирао финансијску либерализацију и привукао стране, посебно америчке компаније, како би боље издржао раздвајање (*decoupling*) са САД (Magnus, 2020).

Као што потенцира Barton (2021), све извесније померање центра светске економије са северног Атлантика (где је већ пет векова) на Пацифик, ће се одразити на валутна тржишта током времена. Међутим, питање је да ли је тај процес иреверзибилан и да ли ће се он евентуално зауставити, тако остављајући јуан као важну, али не и доминантну светску монету.

РАСТУЋИ ЗНАЧАЈ РЕНМИНБИЈА

Ренминби тренутно, у фебруару 2021, изгледа посебно јак према долару, будући да је америчка валута ослабила. За разлику од ранијих времена, извоз Кине наставља да расте чак и док јуан јача. Наиме, повезано са порастом глобалне улоге Пекинга и успешним одговором на пандемију, кинески извоз је порастао за 3,6% током 2020, док је укупна светска трговина смањена за 5,6% у истој години, према UNCTAD-у (Bloomberg, 2021). Последично, удео Кине у глобалном извозу порастао је у септембру 2020. на рекордних 14,3% (Stevenson, 2021).

У складу са наведеним трендом снажног пораста удела кинеског извоза у глобалној размени, почевши од 1. 1. 2021. кинески девизни трговински систем смањио је пондер долара у CFETS (China Foreign Exchange Trade System) валутној корпи на 18,79% (са 21,59%) и повећао пондер (удео) евра на 17,15% (са 17,4%). Пондерисање сваке од 24 компоненте CFETS РМБ индекса врши се на основу удела који је свака од 24 државе највећих трговинских партнера Пекинга има у укупној трговини са Кином претходне године. Удео долара,

иако највећи, је у опадању од 2015. (Reuters, 2020).

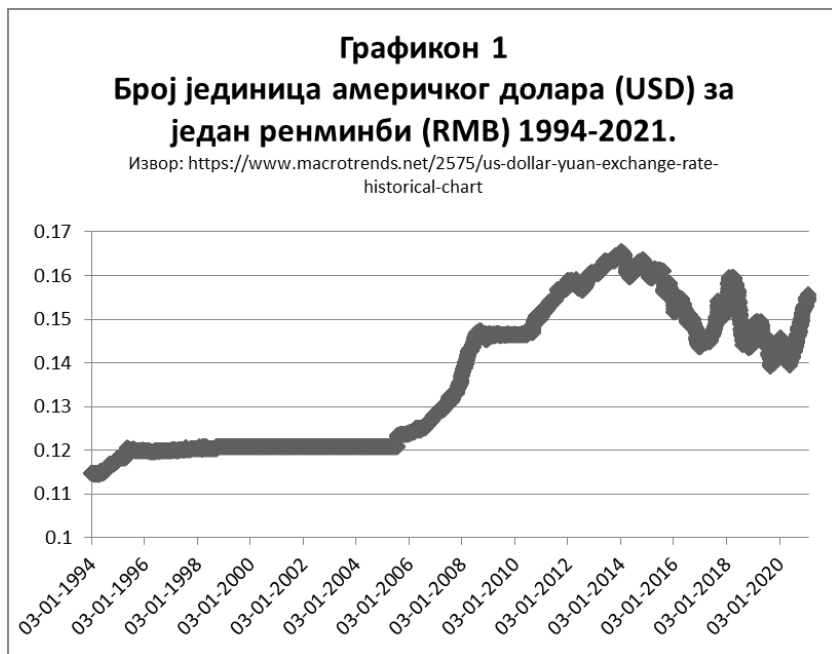
Поред проблема са апресираном монетом, снажан ренминби такође доноси бенефите за Кину јер домаћи потрошачи могу лакше купити увозне робе, помажући раст куповне моћи становништва. То се чини као повољан тренд, посебно за економисте и креаторе политике у земљама Запада који већ дуго притискају Кину да олабави чврсту контролу над финансијским системом земље. Јачи ренминби могао би такође помоћи Кини да своју валуту учини привлачнијом компанијама и инвеститорима који преферирају пословање у доларима. Како је током прошлих америчких администрација, слабљење кинеске валуте доводило је снажног незадовољства креатора политике у Вашингтону, пораст РМБ можда неће ублажити напете односе између две земље, али би могао уклонити једно од горућих питања (Stevenson, 2021).

Свакако да је кинески економски успех, посебно чињеница да је Кина постала окосница глобалних ланаца снабдевања, фактор који је додатно оснажио РМБ (Barton, 2021). Поред тога, Кинеска централна банка разматра поштравање монетарне политике, у потпуној супротности са намерама ФЕД-а, док и централне банке других развијених земаља воде експанзивну монетарну политику. Ово ће последично додатно оснажити позицију РМБ услед већих приноса на кинеске активе (assets).

Ништа видљивије не одсликава растући значај ренминбија него његова апресијација према долару. Наиме, захваљујући снажном економском опоравку од пандемије и делом због очекивања да би администрација Бајдена могла да буде мање антагонистична према Кини, фебруара 2021. РМБ је на највишем нивоу у последњих две и по године у односу на долар. Истина, снага РМБ-а је у великој мери условљена тиме што су тржишта већ укалкулисала фискални стимуланс вредан 1900 милијарди долара, који ће Бајденова администрација лансирати током 2021, што би могло убрзати инфлацију и додатно снизити долар. То би, заједно са очекивањима да ће америчка централна банка практично држати базне камате на нули, учинило инвеститорима привлачнијим држање имовине деноминоване у РМБ. Овде треба поменути да многи валутни експерти, попут Кимберлија

(Kimberly, 2020), верују да ће након пандемије САД желети слабији долар за јачање домаћег извоза и смањење увоза, што ће бити подстицај апрецијацији РМБ-а.

Bloomberg Dollar Spot Index на самом почетку 2021. пао је на најнижи ниво од фебруара 2018, завршавајући 2020. за 5,5% слабији, док је ,‘континентали“ јуан порастао и први пут од јуна 2018. ,‘пробио“ ниво од 6,5 за долар. Виши принос на активе у јуанима у односу на долар стимулише приливе капитала (Ritchie, Carson & Chen, 2021). Alex Wong (Ample Capital) сматра да ће Кина ове године искористити јачи јуан као прилику да смањи левериџ (leverage) своје економије, те да ће јуан апресирати 4-5% у односу на долар током 2021. (CNBC, 2021). У складу са порталом longforecast (2021) просечна вредност јуана према долару за фебруар 2022. процењена је на 5.832, а за март 2023. на 6.054 РМБ за долар.



Ипак, и поред наведених трендова који упућују на даљи раст РМБ према долару, многи аргументи за будући пад америчке монете нису оправдани. Прво, долар је већ нагло опао; доларски индекс у 2020. смањен је за 7%, с тим да

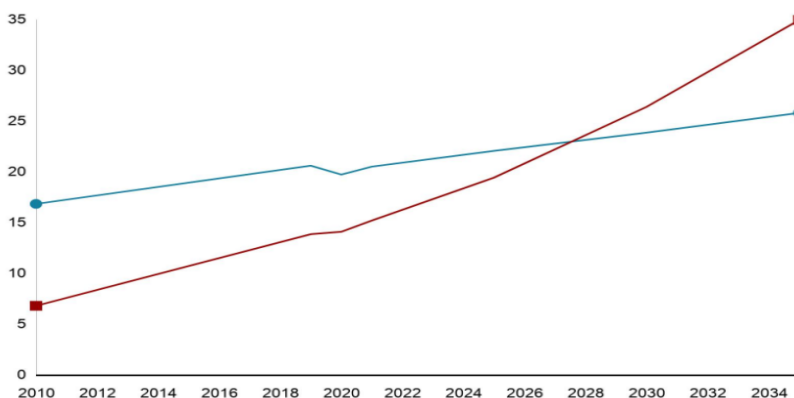
индекс долара пондерисан трговинском разменом показује мање драматична кретања – америчка валута је мања за око 2,5% у 2020. у односу на 2019. Поред тога, америчка фискална подршка и потенцијал раста већи су од европског или јапанског, а бржи раст САД често подржава долар. Додатно, чак и под претпоставком значајне депресијације долара, ЕУ и Јапан би деловали због дефлације и дестимулације свог извоза, те би две централне банке вероватно водиле још релаксиранију монетарну политику. Долар није ни близу најнижих вредности (нпр. знатно је изнад његових најнижих нивоа након велике рецесије), а САД има најдубља и најликвиднија тржишта капитала на свету и издаје водећу светску сигурну имовину - обвезнице америчког трезора. Каматне стопе су тренутно на дну, али ако се потражња смањи, незнатно повећање приноса повући ће приливе. С друге стране, кинески суфицит на текућем рачуну нагло расте услед релативно ниских цена енергената, драматичног пада капиталних одлива због колапса међународног туризма и растућег извоза, а све то није одрживо на средњи рок. Рачун капитала појачан је приливима услед релативно високих приноса државних обвезница и због укључивања РМБ акција и обвезница у индексе глобалних тржишта земаља у развоју, што је такође тренд који се не може наставити унедоглед. На крају, јак РМБ би могао угрозити кинески извоз, те би власти у Пекингу могле дозволити веће финансијске одливе (Sobel, 2021). Ово се у извесној мери већ дешава, будући да је последњих месеци Кинеска централна банка благо успорила јачање јуана, а очекује се би Пекинг, ако валута буде пребрзо расла, могао деловати активније, што би такође могло додатно одложити отварање домаћих тржишта – што је предуслов да јуан постане заиста глобална валута (Barton, 2021).

ВЕЛИЧИНА ЕКОНОМИЈЕ КАО ОПРЕДЕЉУЈУЋИ ФАКТОР СНАГЕ ВАЛУТЕ

Поставља се питање је да ли је јачање РМБ-а само последица тренутних околности или показатељ дугорочног тренда. Будући да је снага економије оно што дугорочно одређује међународни значај њене валуте, раст кинеске

привреде од 2,3% током 2020. упркос пандемији, са очекиваним снажним убрзањем у 2021, могао би убрзати процес интернационализације РМБ-а, те његов глобални статус. ММФ (IMF, 2021) пројектује да ће Кина остварити повећање БДП-а од 8,3% у 2021. те 5,9% у 2022, док се раст америчке производње у те две године процењује на 5,1%, односно 2,5%. Наиме, док су све светске регије и разне врсте имовине претрпеле велике губитке због пандемије, Кина је прошла много боље стварајући перцепцију да је постала ” сигурно уточиште”. То се огледа и у снажном расту вредности акција водећих кинеских компанија током 2020. и почетком 2021, при чему тржиште обвезница бележи огроман прилив, вођен већим приносима (кинеске 10-годишње државне обвезнице у фебруару 2021. доносе 3,25% камате, чак 2,1 процентних поена више од америчких²). Наиме, са јачом економијом, кинеска централна банка има простора да каматне стопе остави више него у Европи и САД, где централни банкар држе историјски ниске стопе како би подстакле раст (Stevenson, 2021). Изгледа да је Кина сигурнија тржишна дестинација, углавном зато што су изгледи за напредне економије постали тако лоши (Spiro, 2020).

График 2.
Тенденције кинеског (црвена линија) и америчког БДП-а 2010-2034.
(хиљаде милијарди америчких текућих долара)



Извор: BBC (2020), преузето од CEBR (2020)

2 <http://www.worldgovernmentbonds.com/bond-historical-data/china/10-years/>
<https://www.cnbc.com/quotes/US10Y>

Изгледа врло вероватно да ће се упркос тренутној доминацији долара, његов значај смањивати заједно са очекиваним убрзањем опадајућег тренда америчке економије у глобалном БДП-у. Наиме, према нашем прорачуну, ако се остваре званичне пројекције ММФ-а (ИМФ, 2020) и претпоставимо да ће САД и Кина наставити да одржавају номинални раст БДП-а остварен у 2025. у наредне три године, тада ће 2028. бити година у коме ће кинески БДП (у тржишним ценама) премашити амерички БДП (за 0,9%). Наша пројекција је у складу са пројекцијом Номі Кхарас, сарадника Brookings Institute (Bloomberg, 2021), као и са проценом британског Центра за економска и пословна истраживања (Centre for Economics and Business Research – СЕВР), који такође сматра да ће Кина услед пандемије свргнути САД као водећег покретача раста 2028, по њиховој процени пет година раније него што се очекивало пре само годину дана (ВВС, 2020; СЕВР, 2020). СЕВР сматра да су пандемија и последични економски пад извесно померили дуготрајни ривалитет САД и Кине у кинеску корист, будући да Пекинг не само да је остварио бенефит од раног контролисања пандемије, већ и од плански креираних политика усмерених на технолошки напредне индустрије. Потенцира се да ће доћи до снажног опоравка од 2021, али да ће америчка економија расти просечно 1,9% годишње од 2022. до 2024, а затим успорити на 1.6% у годинама до 2030. Различит тренд ће остварити кинеска економија која ће се повећати просечно 5,7% годишње до 2025. и 4,5% од 2026. до 2030. СЕВР потенцира импозантан пораст учешћа Кине у светској економији; са 3,6% у 2000. на чак 17,8% 2020, процењујући да ће та земља постати „економија са високим приходима“ до 2023. (ВВС, 2020). Иначе, кинески БДП по паритету куповне моћи (Purchasing Power Parity - PPP) већ је знатно већи од америчког, а до 2028. ће бити виши за 54,4%. Ипак, када је у питању БДП по становнику Кина је тек на шестини америчког просека. Међутим, ако би у том домену достигла Јужну Кореју, њен укупни БДП би постао двоструко већи од америчког. Иако је то потенцијално релативно далека будућност, сама чињеница да би нека економија могла да постане већа од САД, први пут од 1870-их, изгледа врло озбиљно (Совјетски Савез никада није премашио 43% БДП-а САД).

ПРОЦЕС ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИЈЕ РЕНМИНБИЈА

Да би интензивирао интернационализацију своје монете Пекинг подстиче домаће и стране компаније да користе РМБ у фактурисању трговине, надајући се да ће употреба јуана у финансијским трансакцијама уследити сама од себе. Пекинг је промовисао „offshore“ РМБ-а као „чвориште ликвидности“, у покушају да прошири употребу РМБ-а у трговини и улагањима у и изван земље. Поред тога, Кина је покушала да се све више ослања на „offshore“ тржишта, попут Лондона или Сингапура, како би развила финансијску клијентелу за своју монету. Такође, кинеска централна банка преговарала је о своп (*swap*) аранжманима, чиме се другим централним банкама практично омогућава коришћење директних кредитних линија у РМБ (што у суштини значи да нека централна банка која има своп аранжман са кинеском постаје „зајмодавац у крајњој нужди“ за РМБ). Кинески приступ такође укључује стављање РМБ на располагање нерезидентима промовисањем његове употребе за увоз из Хонг Конга (заједно са акумулацијом РМБ имовине у посебним кинеским административним регионима), деноминацију финансијских трансакција продајом кинеских државних обвезница, као и давање шансе кинеским увозницима да користе РМБ као валуту за клиринг (Russo, 2019).

У октобру 2016. ММФ је званично додао РМБ у корпу валута (заједно са доларом, евром, фунтом и јеном) које чине Посебна права вучења (*Special Purpose Vehicle - SPV*), резервну имовину у којој ММФ деноминира своје зајмове владама. Ипак, SPV је само нешто више од рачуноводствене јединице у којој ММФ израчунава своје трансакције.

Дакле, последњих година кинеска влада је најавила низ мера за отварање свог финансијског сектора, привлачење страних инвестиција и развој домаћег финансијског система. Међутим, у поређењу са отварањем робног сектора, либерализација финансијских услуга и даље је строго контролисана, а Кина је и даље практично затворена за стране финансијске институције. Историја земаља Источне Азије у развоју пружа добре разлоге за ову врсту

финансијске репресије, односно регулисање капиталних прилива и одлива. Наиме, финансијска репресија и контрола капитала често су били предуслов да земље које су се касније индустријализовале напредују и достигну развијене земље. Међутим, финансијска политика заснована на финансијској репресији смањује приносе изнад одређене тачке. Наиме, док се земље у развоју приближавају развијеним, оне се суочавају са притисцима - како домаћим, тако и спољним - да пређу на отворенији, нерегулисани финансијски систем. Тешко је постићи транзицију без прекомерне потрошње и „балона“ на тржишту некретнина које обично претходе финансијској кризи. Дакле, Кина се сада суочава са сличним изазовима и дилемама финансијске либерализације као Јапан и Јужна Кореја 1980-их и 1990-их. Како финансијска либерализација напредује, раст небанкарских кредита и финансирања са страних тржишта указује на сталну ерозију државне моћи над финансијским системом. Приватне компаније, финансијске институције и међународни спекулативни капитал већ користе празнине у кинеском систему контроле капитала како би тражили краткорочну добит. Поред тога, очекује се да ће напори Кине да се отвори страним инвеститорима довести до губитка тржишног удела за дугорочно заштићене домаће банке, са свим негативним реперкусијама на њихову тржишну позицију и могућност Пекинга да потпуно контролише банкарско тржиште. Земље које се отворе за приливе капитала постају рањивије на могуће велике одливе капитала, а ако макроекономске основе нису здраве, то може резултирати оштром депресијацијом валуте, финансијском нестабилношћу и рецесијом.

Као и код „Пути свиле“ (*Belt and Road Initiative*), Пекинг подстиче стране институције и компаније да користе РМБ у трговини са кинеским партнерима, али им не дозвољава да директно инвестирају у Кину путем финансијских инструмената деноминираних у РМБ или да позајмљују компанијама са седиштем у Кини. Ово, наравно, отежава интернационализацију валуте, јер ће инострани власници прихватити РМБ само ако могу да учествују у финансијским трансакцијама у Кини (Fan-Lim, 2019). Ако жели да буде конкурентан на глобалној финансијској сцени, Пекинг мора

дозволити страним правним лицима да слободно инвестирају на његовом тржишту. Да би стране компаније, односно инвеститори, били сигурни у своја улагања, Кина мора да настави структурне реформе, ојача корпоративно управљање и побољша финансијски надзор (између осталог и кроз повећање капитала домаћих банака са високим леверицом).

Кинеска централна банка (People's Bank of China - PBOC) у свом извештају о интернационализацији валуте за 2020. наводи да се тај процес успешно наставља. РМБ се све више користи у прекограничном плаћању и финансирању широм света, како је више страних централних банака држало активе деноминоване у РМБ као резерве, а РМБ као валуту за фактурисање. Последњих година прекогранична употреба РМБ-а одржала је брзи раст и остварила снажно повећање током 2020, и под утицајем КОВИД-19 који је озбиљно погодио глобалну трговину, финансије и економију (PBOC, 2020).

Иначе, процес интернационализације јуана убрзао се 2010-11, у почетку вођен брзим порастом трговинског обрачуна јуана, али је пауза направљена 2015. услед снажног одлива капитала, односно наметнутих контрола капитала које су ограничиле прекограничне токове, те успориле употребу валуте у међународној трговини. Чини се да су на почетку 2021. сазрели услови за наставак интернационализације јуана, односно интензивнију трговински клиринг у тој валути, чему би подстрек требало да пружи дигитална монета (e-Yuan). Као међународни финансијски центар и највеће тржиште ,‘offshore‘ јуана, Хонг Конг је у доброј позицији да олакша међународно ширење e-Yuan-а, иако Хонг Конг има засебан монетарни систем од Кине. *Finance Gateway Information Service*, у јануару 2021. оформљена заједничка компанија највећег светског система за електронска плаћања (SWIFT³) и одељења Кинеске централне банке за клиринг и дигиталну валуту, знак је да Пекинг истражује глобалну употребу своје планиране суверене дигиталне валуте, што ће помоћи

3 Иначе, SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) пружа Вашингтону широка овлашћења да намеће економске и финансијске санкције другим државама, чинећи их неспособним да примају уплате за извоз, плаћају робу или поседују средства деноминована у америчким доларима.

интернационализацији јуана и оснаживању позиције Кине у глобалном ривалству са САД.⁴ Заједничко улагање појавило се након што је порасла забринутост да би САД могле да ,‘одсеку‘ Кину или Хонг Конг из SWIFT-а (Пекинг је дуго покушавао да развије алтернативни систем SWIFT-у, али је ово заједничко улагање очигледно лакши пут). Иначе, Кина је до сада имала разне пилот програме дигиталне валуте а, незванично, РВОС жели да лансира е-Yuan пре почетка Зимских олимпијских игара у Пекингу фебруара 2022. Идеја је да се дигитални јуан, када достигне ,‘зрелу фазу‘ на домаћем тржишту, прошири и на прекогранична плаћања у циљу повећања употребе монете на међународном нивоу (Yeung, 2021).

РВОС (2020) сматра да је перспектива интернационализације РМБ-а у основи тржишно вођен процес и очекује се да ће већи број учесника на тржишту прихватити РМБ као валуту клиринга и плаћања, посебно за оне који се налазе или у суседним земљама или дуж ,‘Bealth & Road.‘ Инвестициони канали за инвестирање на кинеским финансијским тржиштима непрестано се шире, услуге инвестиционих агенција континуирано се олакшавају, процес уласка на тржиште је знатно поједностављен. РВОС (2020), поред осталог, очекује да се више страних трговаца придружи **фјучерсима** сирове нафте, гвоздених руда и других роба (нпр. фјучерс-уговори заснован на јуанима су и усред турбуленција на тржишту нафте показали вредност РМБ као сигурног уточишта, јер на берзи у Шангају цена нафте никада није ишла у негативно). Како су већ пре деценију нагласили Haihong & Yongding (2011), успех интернационализације ренминбија зависи од тржишних сила, добро осмишљених рута и стратешког размишљања.

КОЛИКО ЈЕ РЕНМИНБИ ЗАИСТА ОЗБИЉАН ИЗАЗОВ ЗА ДОЛАР?

Иако наведени трендови упућују на јуан као озбиљног изазивача америчкој валути, бројни други референтни

4 У том правном лицу SWIFT поседује 55% капитала, China National Clearing Centre (РВОС) 34%, Digital Currency Research Institute (РВОС) 3%.

показатељи истичу неупитну доминацију америчке валуте. Готово све трансакције повезане са нафтом деноминоване су у америчкој валути. На крају трећег квартала 2020. нешто више од 60% светских девизних резерви деноминовано је у доларима, са јуаном који је порастао на још увек скромних 2,1% (око петине је у еврима). Наиме, будући да Пекинг нерадо дозвољава РМБ-у да се акумулира ван континенталне Кине, није изненађујуће што ММФ-ов извештај (*IMF's COFER*) показује девизне резерве у доларима у износу од 6840 милијарди долара у поређењу са ренминби имовином вредном само 240 милијарди долара (Lockett, 2021). Подаци *SWIFT* указују да је РМБ у 2020. био пета најчешће коришћена валута за глобална плаћања, чинећи око 2% трансакција (од чега на Хонг Конг отпада око $\frac{3}{4}$), док су долар и евро чинили 37,6%, односно 37,4%.⁵ Поред тога, роба, глобална трговина, финансије, практично све што је важно у глобалној економији има цену у доларима, док три америчке рејтинг агенције чине 96% тржишта, а амерички инвестициони фондови управљају са више од половине светске корпоративне имовине (Kimberly, 2019).

Све ово је упркос чињеници да је 2020. била дефинитивно најважнија година за акције и обвезнице деноминоване у РМБ-у. Наиме, док Кина ,‘изазива“ САД у глобалном бизнису, и чак да постиже напредак у побољшању статуса РМБ-а отварањем својих тржишта акција и обвезница, њена валута још увек није у стању да озбиљно угрози положај америчке. На пример, иако кинеска тржишта капитала могу примати страни новац, то чине углавном путем програма прекограничне размене који повезују тржиште кинеског континента са оним у Хонг Конгу. На тај начин стране инвестиције могу ући у земљу, али задржава се ограничење износа РМБ-а које може процурити и све је то дизајнирано с циљем контроле девизног курса РМБ-а. Још важније, то такође ограничава колико РМБ-а могу имати друге земље, а тиме и глобални статус валуте. Истина, раст апетита за кинеском имовином сугерише растући међународну тражњу за ренминбијем, а економска моћ Кине ће вероватно подстаћи

5 Иако је то још увек мали удео, када је *SWIFT* први пут почео да прати валуте на овај начин и 2010. ренминби је заузимао тек 35. место.

даљу употребу - чак и ако долар остане доминантна валута за трговину, тржишта капитала и резерве у наредним годинама (Barton, 2021).

Као што је Frankel (2019) истакао, кинеска валута испуњава два од три неопходна услова да би била водећа међународна валута: економска величина и способност задржавања вредности, али трећи: дубоко, отворено и ликвидно финансијско тржиште још увек није на видику, јер Пекинг није спреман да се одрекне контроле. Одривање од контроле, односно отварање рачуна капитала, је веома тежак корак за креаторе кинеске економске политике. Иако је интерес Кине за поседовање међународне валуте у складу са циљевима владе која жели пројекцију своје геополитичке моћи, циљ интернационализације РМБ-а у супротности је са начином управљања кинеском економијом (De Grauwe, 2020). Наиме, мере либерализације које је Пекинг применио током последње деценије довеле су до тога да је Кина постала изложенија глобалним финансијским кризама (које би се продубиле када би РМБ постао једна од глобалних резервних валута), а то је нешто што власти у Пекингу, између осталог идеолошки, не могу приуштити. Наиме, Кина се ослања на државне компаније које омогућавају директан ток кредита технолошки напредним индустријама, односно компанијама, а укидање таквог модела довело би до озбиљног успоравања привредног раста. Додатни проблем са евентуалним стицањем глобалног статуса за РМБ је тај што би кинеска економија практично морала да започне са стварањем трајних дефицита платног биланса како би створила страну потражњу за својом валутом.

Опрез Пекинга се може разумети јер је, помало парадоксално, слабост РМБ-а и његова ограничена међународна употреба била пресудна за кинески економски успон и кључни део стратегије за повећање трговине и инвестиција. Ово је произвело феноменалан раст, иако по цену финансијске репресије, практично осуђујући домаћинства да штеде по вештачки ниским каматним стопама (створена акумулација се претварала у инвестиције чији је удео у БДП-у од 40% до 50% током дугог периода кључни фактор високог економског раста). Међутим, због

неефикасне употребе капитала и акумулације економских неравнотежа, овај модел развоја постаје све теже одржати (Dollar, 2017). Поред тога, зависност од долара ствара стратешки ризик за Кину у случају великог одлива капитала, а руско искуство је индикативно. Наиме, повезано са украјинском кризом, уведена је забрана Русима да користе кредитне картице америчких компанија попут *Visa* и *Mastercard*, а још опаснија је била (још увек нереализована) претња САД да Русију избаце из *SWIFT*-а.

Јасно је да је основно ограничење интернационализације РМБ контрола капитала. Потпуна конвертибилност захтева макроекономску стабилност, смањење финансијске полуге, флексибилнију структуру каматних стопа, минимизирање интервенција на девизном тржишту. Имајући све ово у виду, заједно са још увек високим ризицима, чини се да ће Пекинг задржати постепени приступ либерализацији капиталног рачуна.

ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА

Како показује Tooze (2021), рат је заправо једини модел који имамо у модерној ери транзиције у хегемонијској валути (Први и Други светски рат је срушио глобално царство Британије и донело доминацију долара). Ако се замисли умеренији прелаз, кључно питање на које треба обратити пажњу је способност САД да привуку инвеститоре вољне да позајмљују у доларима. Страна потражња за америчке трезорске обвезнице опада са падом приноса и растом трошкове заштите од промене девизног курса. Последњих година нето иностране куповине америчких државних обвезница су се драматично успориле, а огроман пораст дуга условљен пандемијом КОВИД-19 доминантно су апсорбовали амерички инвеститори и ФЕД. Оно што је проблем за САД је да и Пекинг и Брисел имају шта је потребно за развој сличних дубоких финансијских тржишта (нпр. Европски фискални пакт по први пут обећава стварање европске обвезнице, иако је ЕУ удаљена деценијама од могућности да се такмиче са америчким тржиштем трезора по размерама).

У сваком случају, пандемија КОВИД-19, и с њом повезана економска криза, катализује давно покренути ребаланс у глобалној моћи, од Запада ка Истоку (с тим повезано, Лекић (2020, 90-92) сматра да ће постпандемијски поредак формирати најутицајније елите окупљене у троуглу Вашингтон-Пекинг-Москва, где ће Њујорк остати финансијски центар). У том процесу глобалне финансије доживљавају сличан тренд, са мноштвом фактора који стварају услове за слабење седам деценија дуге доминације америчке валуте на међународним финансијским тржиштима. Према студији Morgan Stanley, РМБ ће значајно ојачати свој утицај током треће деценије 21. века, да би на крају тог периода постао трећа највећа резервна валута на свету са уделом од 5% до 10% у алоцираним девизним резервама (Giovannini, 2020). Наиме, страни инвеститори су све спремнији да уђу на једно од ретких тржишта капитала за које се очекује значајан раст у пост-КОВИД-19 ери, пре свега захваљујући убрзању либерализације кинеског финансијског тржишта и очекиваној ап्रेसијацији РМБ током 2020-их. Поред трговинског рата са САД, који је служио као упозорење Пекингу да се не ослања превише на долар, овај тренд подржава и недавни „Финансијски савез“ са Русијом (заједничке иницијативе де-доларизације чији је циљ смањење зависности од *SWIFT*), као и убрзање развоја прве суверене дигиталне валуте. Поред тога, на самом крају 2020. Кина и ЕУ закључиле су свеобухватни споразум о улагању, док је у новембру 2020. Кина, заједно са још 14 држава региона, потписале регионални пакт о свеобухватном економском партнерству, с циљем смањења трговинских баријера.

Нема сумње да сама величина кинеске економије, која бележи импресивне стопе раста већ четири деценије, и растућа улога РМБ-а представљају до сада најозбиљнији изазов за САД и долар. Ипак, упркос годинама у којима САД бележе фискални дефицит и дефицит текућег рачуна (и све већи однос дуга према БДП-у), долар остаје водећа валута. Иако америчка хегемонија у политичком и стратешком смислу бледи, амерички финансијски утицај очигледно показује већу издржљивост (Тоозе, 2021). САД поседује отпоран банкарски систем иза којег стоји држава са јаким економијом

и поузданим правним системом, који је заслужан за развој и одржавање америчких дубоких и ликвидних тржишта.

Међутим, када земља има хронични буџетски дефицит (у просеку 3% БДП-а од почетка девете деценије 20. века) и платни биланс (2,6% БДП-а, такође од 1981.), то подрива њену геополитичку моћ - као што је Британија показала током 20. века. Дакле, главна слабост америчког финансијског система су огромни и растући дугови, односно зависност америчке економије од банкарских зајмова и кретања на берзи. На пример, нагли раст каматних стопа или пад потражње као резултат прегревања економије може довести до драматичног пада цена акција, што може водити ка депресији, као што је био случај 1929, 2008. или 2020. (повезано са Ковид-ом-19). Опасна рањивост америчког финансијског система је његова зависност од спољног финансирања, што је последица статуса долара као кључне резервне валуте. Хипотетички, ако међународна потражња за доларима падне, америчко финансирање из спољних извора могло би да пресуши, доводећи у питање финансирање трајно високих фискалних дефицита, односно јавне потрошње у тој земљи (Kuznetsov, 2019). Поред тога, активно стварање "offshore" долара (нпр. на Кајманским острвима) који нису под контролом америчких регулатора повећава ризик за валутни систем.

Познати милијардер и инвеститор, Раи Далио, недавно је предвидео да ће ренминби постати глобална резервна валута и да ће се Кина, недавно друго највеће тржиште капитала на свету, појавити као ривал Њујорку и Лондону као светски финансијски центар. Он истиче да, иако је релативну атрактивност валуте тешко квантификовати, најважније је проценити фактор који се може прецизно измерити: величину економије земље издаваоца (Wigglesworth, 2021), а снага кинеске привреде снажно је потврђена отпорношћу током пандемије. Историјска искуства потврђују ово предвиђање, јер су највеће светске трговинске земље еволуирале у глобалне финансијске центре са глобалном резервном валутом. Ако је историја путоказ, Кина је највећи светски произвођач од 2010, извозник од 2013, док је БДП *PPP* годинама већи од америчког. Земље повезане са инвестицијама „Пута свиле“ почињу да користе РМБ у растућим трговинским и

финансијским трансакцијама са Кином, док ће иновације које омогућавају технологију као што је дигитална валута са „block-chain“ системом као приоритетном државном технологијом сигурно помоћи напорима Пекинга у том правцу. Индикативна је процена референтног америчког економисте Кенета Рогофа (Rogoff, 2019), који сматра да би интензивнија употреба кинеске дигиталне валуте могла да поткопа укупну доминацију долара у глобалној трговини и финансијама.

Дакле, равнотежа у глобалној економији се помера ка Азији. Све извеснија зелено енергетска револуција ће смањити значај глобалног тржишта нафте и гаса, где долар доминира, док у дигиталној валути Кина већ предњачи. До 2050. кинески удео у глобалном БДП-у ће се вероватно стабилизovati на око 20%, знатно више у поређењу са 12%-15% процената за САД или ЕУ. У таквом мултиполарном свету, у коме могу постајати и велики делови економске активности интерно за сваки од главних блокова, може се замислити да долар наставља да игра претежну, али не као сада ексклузивну улогу, улогу у међународној трговини и финансијама. Као тврди Тоозе (2021), долар је помало попут демократије: јесте најгора глобална валута, изузев свих осталих. Дакле, јасно је да је РМБ још увек далеко од светске резервне валуте, која захтева пуну конвертибилност и потпуну либерализацију тржишта капитала, али пут ка трополном монетарном систему, кога би чинили долар, евро и ренминби) се назире.

РЕФЕРЕНЦЕ

- Barton S. (2021). Dollar Hegemony Is Under Fire From China's Rapid Growth Recovery. Bloomberg, January 8, 2021, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-07/china-s-rapid-recovery-puts-global-dollar-hegemony-in-doubt>
- BBC (2020), Chinese economy to overtake US 'by 2028' due to Covid, BBC, 26 December 2020. <https://www.bbc.com/news/world-asia-china-55454146>

- Bloomberg (2021). China Set to Topple U.S. as Biggest Economy Sooner After Virus // Bloomberg, January 15, 2021. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-14/a-year-after-covid-began-china-s-economy-is-beating-the-world> (accessed January 23th 2021)
- CEBR (2020). Centre for Economics and Business Research (CEBR). <https://cebr.com/wp-content/uploads/2021/02/WELT-2021-final-15.01.pdf>
- CNBC (2021). Yuan may appreciate 4-5% against the U.S. dollar in 2021: Analyst, CNBC, JAN 7 2021 <https://www.cnbc.com/video/2021/01/07/yuan-may-appreciate-4-5percent-against-the-us-dollar-in-2021-analyst.html>
- De Grauwe P. (2020). The Rise and Fall of International Currencies // Project Syndicate, Mar 6, 2020. <https://www.project-syndicate.org/onpoint/the-rise-and-fall-of-international-currencies-by-paul-de-grauwe-2020-03>(accessed March 20th 2020)
- Dollar D. (2017). China s Changing Role in the Global Economy // Paulson Institute, April 10, 2017. <https://www.youtube.com/watch?v=VAOaCwRP9mo> (accessed April 19th 2017)
- Frankel J. (2019). How a Weaponized Dollar Could Backfire // Project Syndicate, Oct 23, 2019. <https://www.project-syndicate.org/commentary/donald-trump-weaponized-dollar-could-backfire-by-jeffrey-frankel-2019-10?a> (accessed 31.10.2019).
- Fan-Lim K. (2019). Ten years after China's renminbi went global, what keeps it from really challenging the US dollar as a reserve currency? // South China Morning Post, 17 Apr, 2019. <https://www.scmp.com/comment/letters/article/3006413/chinas-yuan-went-global-10-years-ago-communist-party-control-keeps>(accessed 4.10.2019).
- Giovannini M. (2021). Next decade is a springboard for Chinese currency, CGTN, 10-Sep-2020 <https://news.cgtn.com/news/2020-09-10/Next-decade-is-a-springboard-for-Chinese-currency-TFGP370BVe/index.html>(accessed January 20th 2021)

- IMF (2021). World Economic Outlook Update (International Monetary Fund), January 2021. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/01/26/2021-world-economic-outlook-update>
- IMF (2020). World Economic Outlook Database - October 2020 (IMF staff estimates)
- Kimberley N. (2020). A post-coronavirus US will want a weaker dollar, whether the world likes it or not. South China Morning Post, 31 Mar, 2020. <https://www.scmp.com/comment/opinion/article/3077679/post-coronavirus-us-will-want-weaker-dollar-whether-world-likes-it>(accessed 3/31/2021).
- Kimberley N. (2019). In a world where the US dollar dominates, China must strike back by enhancing the Yuan's international appeal South China Morning Post, 30 Oct, 2019 <https://www.scmp.com/comment/opinion/article/3035278/world-where-us-dollar-dominates-china-must-strike-back-enhancing>(accessed 31/10/2021).
- Kuznetsov A. (2019). The Yuan versus the Dollar: Showdown in the Global Financial Arena. //The Russian International Affairs Council (RIAC), December 9, 2019. <https://russiancouncil.ru/en/analytics-and-comments/analytics/the-yuan-versus-the-dollar-showdown-in-the-global-financial-arena/>(accessed 4.1.2021).
- Лекић, С. (2020), Постпандемијски поредак, Национални интерес, XVI, vol. 38 Број 2/2020 стр. 89-100. DOI:<https://doi.org/10.22182/ni.3822020.5>
- Lockett H. (2021). Why the renminbi cannot rival the dollar yet // Financial Times, 13 Jan 2021. <https://www.ft.com/video/2385046c-0e43-4ed5-9870-d199f23a7c5d?playlist-name=latest&playlist-offset=7#transcript> (accessed 23.1.2021).
- Longforecast (2021). <https://longforecast.com/chinese-yuan-forecast-2017-2018-2019-2020-2021-usd-to-rmb-and-rmb-to-usd>
- Haihong G. & Yongding Y. (2011). BIS Papers No 61 (122-

- 123), <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap61i.pdf>.
Internationalisation of the renminbi
- Magnus G. (2020). A Messy Financial Divorce for the US and China // Project-Syndicate, Dec 30, 2020. <https://www.project-syndicate.org/commentary/us-china-financial-decoupling-by-george-magnus-2020-12> (accessed 4.1.2021).
- PBOC (2020). RMB Internationalization Report, The People Bank of China. <file:///D:/000000%202021/PBOC-2020-RMB-International-Report.pdf>
- Reuters (2020). <https://www.reuters.com/article/china-yuan-basket/china-to-cut-dlr-weighting-raise-euro-in-key-yuan-index-basket-idINB9N2AL05H>
- Rogoff K. (2019). The High Stakes of the Coming Digital Currency War // Project Syndicate, Nov 11, 2019. <https://www.project-syndicate.org/commentary/global-battle-for-digital-currency-supremacy-by-kenneth-rogoff-2019-11>(accessed 11/11/2021).
- Russo F. (2019). How currency war could affect Yuan's global status // Asia Times, August 9, 2019. <https://www.asiatimes.com/2019/08/opinion/how-currency-war-could-affect-yuans-global-status/>(accessed 10/12/2019).
- Sobel M. (2021). Don't overplay the dollar's decline in 2021. OMFIF, January 2021, <https://www.omfif.org/2021/01/dont-overplay-the-dollars-decline-in-2021/>
- Spiro N. (2020). As the coronavirus rocks financial markets worldwide, China is not the safe bet investors hope it is // South China Morning Post, 27 Mar, 2020. <https://www.scmp.com/comment/opinion/article/3077044/coronavirus-rocks-financial-markets-worldwide-china-not-safe-bet> (accessed 4.1.2021).
- Stevenson A. (2021). China's Economy Surges, and So Does Its Currency, New York Times, Jan. 12, 2021. <https://www.nytimes.com/2021/01/12/business/china-renminbi-yuan->

strong.html

Tooze, A. (2021). The Rise and Fall and Rise (and Fall) of the U.S. Financial Empire // Foreign Policy, Jan 15, 2021. <https://foreignpolicy.com/2021/01/15/rise-fall-united-states-financial-empire-dollar-global-currency/>(accessed 26.1.2021).

Yeung K. (2021). China's SWIFT joint venture shows Beijing eyeing global digital currency use, to internationalise yuan, South China Morning Post, 4 Feb, 2021. <https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3120582/chinas-swift-joint-venture-shows-beijing-eyeing-global>

Wigglesworth R. (2021). China will vie to become world financial centre, says Ray Dalio // Financial Times, Jan 9th, 2021. <https://www.ft.com/content/1af5a599-53c5-4481-82d6-6f768e4b7146> (accessed 4.1.2021).

Goran Nikolic, Predrag Petrovic

WILL THE CHINESE CURRENCY ACHIEVE GLOBAL STATUS DURING THE 2020S?

Resume

The COVID-19 pandemic, and the related economic crisis, catalyzes the global power rebalance, from West to East, affecting the currency markets. It is estimated that the influence of the renminbi (RMB) will significantly strengthen during the third decade of the 21st century, with RMB becoming the third-largest reserve currency at the end of that period. This is related to the increased willingness of foreign investors to enter one of the few capital markets that are expected to grow significantly in the post-COVID-19 era, primarily due to the accelerating liberalization of Chinese financial markets and the expected appreciation of the RMB in the 2020s. The development of the first sovereign digital currency by Beijing will also play a critical role in RMB internationalization. The enormous size of the Chinese economy and the growing role of the RMB represent the most serious challenge for the US and the dollar so far. In the expected upcoming multi-polar world, it is conceivable that the dollar continues to play a predominant - but not exclusive as now - role in international trade and finance. So, it is clear that RMB is still far from the world's reserve currency, which requires full convertibility and full capital account liberalization, but the path to a three-polar monetary system, consisting of the dollar, euro, and renminbi, is in sight.

Keywords: RMB, currency internationalization, the Chinese economy, the US dollar, monetary system, rebalance of power.

* Овај рад је примљен 10. јануара 2021. године, а прихваћен на састанку Редакције 20. марта 2021. године.