

*Горан В. Николић**
Институт за европске студије – Београд

ГЛОБАЛНА ДОМИНАЦИЈА ДОЛАРА НА ИЗМАКУ?*

Сажетак

У раду се указује да се релативно спор развој јуана као резервне валуте одвија паралелно са експанзијом трговине фактурисане у ренминбијама. Тврди се да би, и у одсуству финансијске либерализације, ренминби ипак могао постати глобална валута. Наиме, предност статуса лидера у светској трговини ствара потенцијал за креирање тражње и понуде ренминбија, а у истом смеру делује и повећање броја централних банака са којима Народна банка Кине има уговоре о своп линијама за размену девиза, као и убрзан развој офшор тржишта јуана. Важан моменат биће очекиване промене у кинеском режиму девизног курса будући да би престанак везивања јуана за корпу валута и прелазак на режим циљања инфлације могао да доведе до тога да већи део Азије прати Кину, односно интензивније користи њену валуту. Додатно, иако тренутно искључиво за домаћу употребу, дигитална валута централне банке Кине ће на крају олакшати међународну употребу ренминбија. Последишно, може се закључити да ће у наредним деценијама долар наставити да буде главна светска монета, али не тако изражено као што је то тренутно случај.

Кључне речи: долар, САД, Кина, финансије, валута, глобални монетарни поредак.

* goranvnikolic@gmail.com

** Рад је написан у оквиру Програма истраживања Института за европске студије за 2023. подржаног од стране Министарства просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије.

ДОМИНАНТАН УДЕО ДОЛАРА У МЕЂУНАРОДНИМ ФИНАНСИЈАМА

Након снажног раста током 2021. и посебно интензивно током већег дела 2022, последњих месеци претходне године и током јануара 2023. америчка монета је депресирала према водећим глобалним валутама, главним трговинским партнерима САД. Повезано са слабљењем америчке монете, Морган Стенли (*Morgan Stanley*) је смањио своју прогнозу вредности долара према корпи од шест валута, главних економија света, за крај 2023. на 98 (што значи пад од 2%) и очекује да ће слабост долара ове године бити израженија у односу на евро (претходна пројекција указивала је на раст америчке валуте у односу на шест главних ривала до краја 2023. за 4%). Морган Стенли такође пројектује да ће на крају 2023. бити потребно 6,65 јуана за долар. Као последица одлука широког спектра централних банака о диверзификацији портфеља, учешће долара у алоцираним светским девизним резервама пало је са 71% на почетку века на 59,79% на крају трећег квартала 2022. (IMF-COFER 2022). Иако би „тежина“ Кине у глобалној трговини требало да пружи подршку даљем расту ренминбија, удео ове валуте у алоцираним девизним резервама је још увек скроман (2,76%), много скромнији од учешћа евра (19,66%), или пак фунте и јена. И по учешћу у извршеним глобалним трансакцијама током 2022. долар је убедљиво први. Наиме, 44,2% свих извршених трансакција у априлу претходне године обављено је у доларима; у исто време удео евра био је 15,2%, а кинеске монете тек скромних 3,5% (Bank for International Settlements [BIS] 2022).

ДУГА ГЛОБАЛНА ДОМИНАЦИЈА ДОЛАРА

Долар је већ најмање осам деценија водећа светска монета. После евра, који се једно време чинио као монета која би могла да угрози примат долара, тренутно се чини да је изазивач број 1. кинески ренминби (РМБ или јуан, како је познат на Западу). Валута под контролом Народне банке Кине, по референтном америчком економисти Франкелу (Frankel 2019), поседује два од укупно три услова да буде глобално прихваћена монета – иза ње стоји огромна економија која би крајем ове деценије могла престићи америчку, а с друге стране то је валута која деценијама успева да одржи своју

вредност: екстерну (релативно стабилан курс) и интерну (ниска инфлација у земљи). Трећи – поседовање дубоких, отворених и ликвидних финансијских тржишта – није остварен. Поред тога што је три петине алоцираних девизних резерви централних банака у америчкој валути, долар је и инструмент моћи за остваривање геополитичких циљева. Пример тзв. санкција наметнутих Русији 2022, а пре тога другим државама чиме Вашингтон проширује своју надлежност изван своје правне јурисдикције (практично форсирајући компаније да обуставе пословну сарадњу са „таргетираним“ државама), је индикативан. Ипак, перманентно оружавање (*weaponisation*) статуса светског финансијског лидера може бити ризична опција, и чини се да се овај пут са ембаргом према Русији дошло у ситуацију да се критично преиспитује сигурност долара као „сигурног уточишта“.

Повезано са привилегијом САД у светским финансијама, односно доминацијом долара, земље БРИКС-а (*BRICS*-а) (Бразил, Русија, Индија, Кина и Јужна Африка), барем на декларативном нивоу изражавају све веће незадовољство. Поред осталог, повремено се износе предлози за развој нове резервне валуте, која би била заснована на корпи валута тих држава. Међутим, како потенцира Макнамара (McNamara 2023), БРИКС спаја економску суперсилу (Кину) са потенцијалном (Индија), те са три споро-растуће или стагнирајуће економије које доминантно извозе сировине. Далеко од тога да буду подручје оптималне валуте, ове економије се драматично разликују у смислу трговине, финансијске отворености и потенцијала раста. На пример реални БДП по глави становника између 2008. и 2021. порастао је за 138% за Кину, 85% за Индију, 13% за Русију, 4% Бразил, док је Јужна Африка забележила смањење од 5% у истом периоду. Додатно, подаци ММФ-а указују да тренутно удео Кине у кумулативном БДП-у БРИКС-а износи чак 72%. Удео БРИКС-а у глобалном БДП-у по тржишним ценама је од 2001. до 2022. порастао са 8,4% до 25,5%, али је прираст од 17,1 процентних поена постигнут доминантно захваљујући Кини (генерисала чак 14 процентних поена раста удела БРИКС-а). Доминација Кине је ојачана тиме што је та земља кључни трговински партнер за већину светских извозника сировина, који имају индустријске циклусе који јасно прате раст и пад кредитних циклуса у овој држави (ове земље Кине ипак пружају повољне прилике за улагања у сировине, што Пекинг поред осталог чини преко Иницијативе Појас и пут). Све ово указују да је креирање заједничке монете тешко оствариво и да

је реалнији циљ да пет држава користи јуан као средство плаћања у међусобним трансакцијама.

ДУГОРОЧНИ ИЗАЗОВИ ЗА ДОЛАР

Растуће макроекономске неравнотеже у САД у виду убрзане и релативно високе инфлације, снажног дефицита платног биланса, те сталног мањка у федералном буџету угрожавају темеље долара као водеће светске монете. Квантитативно попуштање (*Quantitative Easing*), као и политика рекордно ниских камата на позајмице FED-а (Federal Reserve System), односно америчке централне банке, да би се одржала снажно пољуљана финансијска стабилност изазвана „Великом Рецесијом“, почела је 2008. Веома експанзивна монетарна политика се тек од скоро опрезно напушта, иако је процес подизања базних камата *FED-а* започет већ децембра 2015. Последично, каматне стопе пословних банака, те повезано с тим и приноса на обвезнице и поред благог раста и данас су у реално негативној територији. Тако, после перманентног раста, принос на десетогодишње америчке обвезнице 10.3.2023. износи тек 3,705% (Market Watch 2023), док је стопа раста цена према подацима из јануара 2023. „високих“ 6,4% (U.S. Bureau of Labor Statistics [BLS] 2023).

Ствар за америчку монету отежава и то што је Кина већ деценију водећа држава у светском робном извозу и увозу. Претходних деценија су платнобилансни вишкови Кине, земаља Залива, Русије, Јапана у великој мери били инвестирани у хартије од вредности деноминирани у доларима, што је ту валуту чинило стабилном услед повећане тражње за њом (ради куповине финансијских актива у САД), последњих година се тај новац усмерава у више праваца (диверзификација). Финансијски вишкови се у све већој мери пласирају у ликвидне банкарске депозите, посебно од 2022. С тим је повезан и снажан раст „геополитичких инвестиција“ Пекинга, што потпомаже снажење улоге ренмимбија на светском нивоу. У том смислу индикативна је иницијатива Један појас један пут, по угледу на древни „Пут свиле“ (The Belt and Road Initiative; One Belt One Road), која је такође покушај Кине да са снажним инфраструктурним инвестицијама, пре свега у земље Евроазије, појача свој утицај, поред осталог и у домену улоге своје монете.

И стварање „offshore“ долара (на пример на Кајманским острвима) који нису под контролом америчких регулатора повећава ризик за валутни систем предвођен Америком. Исти случај је са новом „*blockchain*“ технологијом. Иницијалне идеје творца биткоина (Bitcoin) и других дигиталних монета стално се усавршавају од стране многих централних банака, пре свега кинеске. Заједно са билатералним линијама централних банака за размену валута (*swap-ови*), дигиталне суверене валуте би могле омогућити централним банкама земаља у развоју буду посредници за токове валута између домаћих банкарских система. Ово би се одиграло избегавајући употребу долара или евра и без коришћења *SWIFT-a* (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication – Друштво за светску међубанкарску финансијску телекомуникацију*), које служи за извршење финансијских трансакција између банака широм света и које је под фактичком контролом САД, ЕУ и Британије (Pozhar, 2023). Кључна ствар је могућност централних банака (које су међусобно повезане преко дигиталних валута) да фактички направе нешто налик мрежи кореспондентских пословних банака (тако тренутно функционише систем, где FED, односно долар, има одлучујући позицију). Додатно, постоје упадљиве паралеле између данашњег усклађивања курсева валута источноазијских земаља са доларом и јуаном и ситуације у Европи 1960-их и раних 1970-их. Та ера је завршена високом инфлацијом и колапсом послератног Бретон Вудског система фиксних курсева. Већи део западне Европе је тада препознао да је унутар-европска трговина важнија од трговине са САД. Већ 1960-их западнонемачка марка постаје главна валута за трговинско-финансијске трансакције међу европским земљама, што 1990-их еволуира у систем фиксираних девизних курсева западноевропских земаља, те коначно доводи до креирања евра 1999. То свакако не значи да ће ренминби преко ноћи постати глобална валута, али извесно указује да би значај ренминбија за земље источне Азије могао да расте. Преласци са једне доминантне валуте на другу могу потрајати дуго. Током две деценије између Првог и Другог светског рата, на пример, нови учесник, долар, имао је отприлике исту тежину у резервама централних банака као и фунта, која је била доминантна светска валута више од једног века, од раних 1800-их.

ПАД УЧЕШЋА ОБВЕЗНИЦА ДЕНОМИНИРАНИХ У ДОЛАРИМА

Уплашене замрзавањем девизних резерви Руске Федерације, те релативно слабир економским перформансама САД, многе централне банке, посебно оне земаља у развоју, у све већој мери купују злато (нпр. у трећем тромесечју 2022. куповина злата се четири пута увећала у односу на исти период 2021.). По Песеку (Pesek 2022), предњачење Кине у гомилању злата је још један од знакова да се Пекинг припрема да ојача глобалну позицију своје монете. Ипак, овде треба нагласити да када је у питању улога злата као глобалне валуте, недостатак који је неотклоњив је мала количина овог племенитог метала у поређењу са вишеструко већим захтевима за глобалном ликвидношћу. Ипак, злато игра важну улогу у диверзификацији девизних резерви националних банака и то највише на уштрб долара. Како геополитичке напетости стварају огромне изазове за економски поредак и актере у њему, инвеститори покушавају да смање своју изложеност, тј. ризике. Нпр. посредан ефекат „оружавања“ финансија је практично давање подстицаја даљем развоју мултиполарног међународног монетарног система, што се одражава и кроз даљу диверзификацију валута у резервама централних банака (Smith 2023).

С тим се могу повезати већ вишегодишњи напори Кине да смањи власништво над америчким обвезницама, те је новембра 2022. посед истих (око 870 милијарди долара), био је најнижи од јуна 2010. Према Никеи Азија (*Nikkei Asia*) (Rosen 2022), у претходној години Пекинг је постепено редуковао свој портфељ обвезница јавног дуга САД, чак „премештајући“ део хартија од вредности у офшор пореске рајеве ради избегавања потенцијалних санкција. Овде треба поменути да су се слично Пекингу понашале и многе друге земље у развоју, редукујући своје америчке портфеље хартије од вредности, посебно од фебруара 2022. и фамозног замрзавања руских девизних резерви на Западу.

Додатно, после прве трансакције у ренминбијима децембра 2022. Пекинг би могао да понуди Саудијцима и другим петродржавама Залива да тргују нафтом у РМБ и да држе већи део својих резерви у кинеској валути. Вероватно је да ће ове земље, као и многе друге тржишне економије у развоју, ускоро почети да прихватају такве кинеске понуде с обзиром на то да имају много више трговине

са Кином него са САД (Roubini 2023). Треба нагласити да је за Арабијце поучан развој финансијских односа Кине и Русије, где Пекинг плаћа нафту у ренминбијима, који крајем 2022. покривају скоро половину московског тржишта девиза (Glover 2022).

ИНТЕНЗИФИКАЦИЈА НАПОРА КА ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИЈИ ЈУАНА

Кина је од почетка 2010-их снажно интензивирала напоре у правцу интернационализације своје монете. Првобитни (оптимистични) план је био развој Шангаја као глобалног финансијског центра и успостављање офшор (*off-shore*) трговачких центара за јуан у Хонг Конгу, Сингапуру и Лондону. Ове промене биле су последица притиска реформски оријентисаних званичника да Кини дају већу улогу у међународним финансијама и активирају потребне промене у финансијском систему дизајнираном за земљу која је мање интегрисана у глобалну економију.

Ови напори су били отежани тиме што је кинеска влада оклевала да олабави контролу капитала или пусти своју валуту да слободно флукутира. Пекинг сматра финансијски сектор стратешким и плаши се да би САД могле да оружају своју контролу над глобалним финансијама против Кине ако би се билатерални односи изненада погоршали, док такође није вољан да спроведе реформе које би такође могле повећати њену рањивост на тржишне шокове.

Проблем за Пекинг представља и то што је план интернационализације ренминбија у „сукобу“ са кинеском диригованом економијом. Наиме, невероватно висок ниво штедње и инвестиција (грубо по око 45% БДП-а, два и по пута више од нивоа који имају земље Запада), које деценијама остварује Кина и чиме доминантно генерише врло брз економски раст, је последица финансијске репресије, односно способности фискалних власти да одложе тренутну потрошњу у корист будуће. Оно што се тренутно чини је да је за сада већа вероватноћа да ће Кина задржати одлучујућу улогу државе у расподели кредита (De Grauwe 2020). Дакле, извесно је да постоји тензија и између финансијске либерализације и самог модела раста у Кини. Наиме, Пекинг се ослања на државна предузећа да омогући директан ток кредита ка технолошки напредним индустријама и компанијама, а престанак таквог модела би водио ка озбиљном успоравању економског раста и пада запослености.

Додатни проблем евентуалног стицања статуса глобалне валуте за РМБ је да би економија Кине практично морала почети да креира сталне дефиците платног биланса. Наиме, искуство САД указује да је већи увоз од извоза (а не обрнуто како је у Кини тренутно) потребан да би се стварала инострана тражња за сопственом монетом. Додатно, да би се тај новац имао где уложити потребно је отворено и ликвидно тржиште обвезница, јер је проблем где инвестирати вишкове јуана у иностранству. С тим у вези, главни аспект интернационализације РМБ-а био је покушај експериментирања са „повратним каналима” за ренминбије који су ван Кине. С тим у вези, наде Пекинга да би off-shore ренминби могли бити коришћени од стране држава обухваћених инцијативом Појас и Пут, биле су нереалне (Fan-Lim 2019).

Недавни покретач интернационализације ренминбија су растући економски односи Кине и Русије (Losev 2022). Кина од Русије купује више нафте него икада раније, док њен извоз у Русију расте двоцифреном брзином. Руске фирме које су погођене западним санкцијама користе ренминби да подмире већи део своје трговине и повећавају задуживање у кинеској валути. Москва такође повећава залихе јуана у својим девизним резервама. Даље, неке велике руске компаније почеле су да издају обвезнице деноминирание у ренминбијима (Карпон 2022). Треба додати да је интересантно да Кина активно ради на промоцији јуана глобално, што је пракса другачија од оне које су примењивале Јапан и Западна Немачка током 1960-их, 1970-их и 1980-их када су фактички онемогућавале интернационализацију јена и дојч марке, иако су дозволиле њихове снажне ап्रेसијације.

Генерално, деценија покушаја да се оснажи улога ренминбија широм света, од међународног плаћања и поравнања, инвестиција и финансирања, девизних резерви и фактурисања, дала је повећану глобалну видљивост кинеској монети. Тренутно се скоро половина свих прекограничних трансакција које спроводе кинеске финансијске институције, предузећа и појединци измирују у националној валути. Захваљујући отварању кинеског финансијског тржишта, јуан је одиграо већу улогу у инвестицијама и финансирању. Од 2017. обвезнице деноминирание у јуанима су укључене у три међународна индекса обвезница. Последњих година, потреба светских централних банака да држе резерве у ренминбију значајно је порасла, захваљујући трендовима диверсификације резервних средстава и укључивању

јуана у корпу специјалних права вучења ММФ-а, где се његов удео повећао са 10,92% 2016. на 12,28% у мају 2022 (Xinhua 2022). Јасно је да су даља либерализација контроле капитала, већа конвертибилност монете и шире реформе финансијског сектора неопходне.

Као се наводи у Ибанфрст блогу (Ibanfirst Blog 2022), поред поменутих акција, а посебно валутних своп споразума и офшор трговине ренминбијом, Кина је предузела и друге мере ради промоције интернационализације јуана. Креиране су, иако у релативно малом обиму, обвезнице деноминирани у ренминбију тако што је Пекинг дозволио да се оне купују изван континенталне Кине, где подлежу мањим ограничењима. Ове обвезнице се првенствено издају у Хонг Конгу и омогућавају страним инвеститорима да стекну средства деноминирани у јуанима, избегавајући притом кинеску контролу капитала. Додатно, Пекинг је од 2011. либерализовао директне стране инвестиције путем легално добијених офшор ренминбија. Ажурирани Закон о страним улагањима из 2020. додатно је олакшао процедуре, посебно скраћујући „негативну листу“ индустрија за које се сматра да су стратешке. Прекогранична плаћања такође су додатно релаксирана, са страним инвеститорима који су могли да врше исплате ван Кине у јуанима или страним валутама по жељи. Поред овога, почевши од Шангаја 2013. године, Кина је дала приоритет стварању зона слободне трговине, са провинцијама *Guangdong*, *Tianjin* и *Fujian* изабраним као пилот места за њих. Осмишљене да привуку стране инвестиције, посебно кроз ублажавање прописа унутар те специфичне јурисдикције, кинеске зоне слободне трговине нуде предности попут бесцаринског увоза и извоза и користе се као полигони за шире реформе у областима као што је салдирање у страном валути. Поред тога, Кина је наставила са даљом интернационализацијом јуана кроз успостављање свог прекограничног међубанкарског платног система (*Cross-border Interbank Payment System - CIPS*) 2015. као алтернативе *SWIFT*-у.

Оно што је веома битно за глобални статус монете је могућност да иста што је могуће више буде блиска равнотежној вредности, што имплицира прилагођавање њеног курса променама у каматним стопама и стопама економског раста између земље издаваоца и највећих трговинских партнера (то *de facto* значи веће осцилације курса јуана). Последњих година видимо прогрес на том плану, како се курс кинеске монете према америчкој знатно мењао. Како наводи Јонгдинг (Yongding 2022), од марта 2018. до маја 2022.

курс ренминбија је значајно флукутирао, одражавајући промену интензитета кинеско-америчких тензија. Иако је централна банка Кине продала око 100 милијарди долара америчких трезорских записа у првој половини 2022, то није била интервенција на тржишту валута; то је био део дугорочног плана централне банке Кине за диверсификацију кинеских девизних резерви. Крајем 2022. спољни притисак на ренминби јењава што је делом последица дешавања у САД: инфлација је пала и изгледа да су централни банкарски схватили да је њихово агресивно монетарно поштравање неодрживо (последично курс РМБ према долару је ојачао од тада). Ипак, о вредности ренминбија се не одлучује у САД, будући да је валута задржала фундаменталну снагу, укоренењу у поверењу тржишта у кинеску економију. За разлику од ранијих епизода, током 2022. депресијација ренминбија није изазвала панику на кинеском финансијском тржишту, што одражава зрелост кинеских инвеститора и самог тржишта. Наиме, централна банка Кине није прибегла континуираној интервенцији ради одржавања вредности курса јуана – и наравно до краха није дошло (у прошлости, кад год би се вредност долара у јединицима РМБ приближила прагу од 7, неки економисти би погрешно упозоравали да би могао уследити колапс ако би се дозволило да се тај праг прекорачи).

Има индиција да ће се кинески раст снажно убрзати у 2023, што имплицира да ће се нето одливи капитала се смањити или чак преокренути, пружајући даљу подршку јуану. Напуштање политике нултог КОВИД-19 чини овај сценарио вероватнијим. С друге стране, анти-инфлационе политике и политике за раст, као и сваки погрешан корак у спровођењу експанзивне фискалне и монетарне политике – негативно ће утицати на курс ренминбија. На крају, Јонгдинг (Yongding 2022) потенцира да би централна банка Кине у 2023. требало да својом политиком омогући да ренминби што више игра улогу „аутоматског стабилизатора“. То би се, поред осталог, постигло што би се контроли капитала прибегавало само у крајњој нужди, чиме се имплицира да би влада требало да буду фокусирана на раст БДП-а, остављајући тржишту да одреди вредност јуана.

ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА: ИДЕМО ЛИ КА МУЛТИПОЛАРНОСТИ?

Са потенцијалом за најмање двоструко бржи раст од главних конкурената у средњем и, вероватно дугом, року, удео Кине у светском БДП-у ће релативно ускоро, вероватно крајем 2020-их постати релативно већински, што значи да ће економија Кине постати водећа на свету, мерено тржишним курсевима. Кина је већ светски лидер у погледу обима прерађивачке индустрије, светске трговине, величине унутрашњег тржишта, обима БДП-а по куповној моћи. И поред свега овога, улога Пекинга у глобалном финансијском систему је релативно мала, али је он дугорочно гледано највећи изазивач долару, односно монетарном систему над којим доминантан утицај има САД. Пекинг покушава да створи нова правила, поред осталог креирајући неку нову врсту глобализације. У том смислу, институције попут БРИКС-а, Шангајске организације за сарадњу, или од стране Пекингом доминираних Азијске инфраструктурне инвестиционе банке (*The Asian Infrastructure Investment Bank*) и Нове развојне банке (*The New Development Bank*), те финансирање Иницијативе Један појас један пут (*One Belt, One Road*) је само отелотворење тежњи кинеског руководства да убрза слабљење глобалне хегемоније Запада. Односи са Москвом који су добри више него три деценије, су са ратом у Украјини добили на посебној важности за обе земље и извесно ће помоћи напоре Кине да интернационализује своју монету, која је већ постала најкоришћенија страна валута у тој земљи. У последње време можемо пратити и јачање веза Пекинга са ОПЕС-ом +, те оснаживање улоге Шангајске берзе нафте и природног гаса, опет са намером да се повећава глобални значај јуана (Pozsar 2023).

Како наводи Rogoff (2021), очекиване будуће промене у кинеском режиму девизног курса вероватно ће изазвати значајну промену у међународном монетарном поретку. Наиме, Пекинг ће престати да везује ренминби за корпу валута и прећи ће на модеран режим циљања инфлације дозвољавајући курсу да много слободније флукутира, посебно у односу на долар. Када се то догоди, очекује се да ће већи део Азије пратити Кину. Консеквентно, долар би могао да изгуби скоро половину своје тренутне „тежине“. Додатно, иако тренутно искључиво за домаћу употребу, дигитална валута централне банке Кине ће на крају олакшати међународну употребу ренминбија, посебно у земљама које гравитирају ка будућем кинеском валутном

блоку (ово ће кинеској влади дати прозор у трансакције корисника дигиталних ренминбија, баш као што тренутни систем даје САД много сличних „поверљивих“ информација). Практично успоравање глобалне економије која траје од почетка 2020. катализује давно покренути ребаланс глобалне моћи ка Истоку. Америчка монета, по први пут после Другог светског рата, има потенцијално дугорочно озбиљног изазивача. Оно што онеспокојава је наше непознавање транзиције из једне у другу (или друге) хегемонијске валуте. Како тврди Туз (Tooze 2021) оружани конфликт је једини модел транзиције од једне до друге хегемонијске монете, барем у новијој историји, будући да су последице два светска рата *de facto* урушили улогу британске фунте, практично дајући америчком долару водећу улогу.

Како тврди Рубини (Roubini 2023), у свету који ће се све више делити на две геополитичке сфере утицаја – америчку и кинеску – вероватно је да ће биполарни, а не мултиполарни режим валуте на крају заменити униполарни током 2030-их. Наиме, потпуна флексибилност девизног курса и међународна мобилност капитала нису неопходни да би се достигао статус резервне валуте (и у ери златног стандарда долар је био доминантан упркос фиксним девизним курсевима и широко распрострањеној контроли капитала). И док Кина можда има контролу капитала, САД имају своју верзију контроле, пре свега финансијске санкције против ривала, ограничења за унутрашња улагања у многе секторе и фирме важне за националну безбедност, па чак и секундарне санкције против савезника. Додатно, нове технологије, укључујући дигиталне валуте, системи плаћања као што су *WeChat Pay* и *Alipay*, своп линије између Кине и других земаља и алтернативе *SWIFT*-у, убрзаће појаву биполарног глобалног монетарног и финансијског система.

С друге стране, Еванс (Evans 2023), цитирајући популарни *chatbot* са вештачком интелигенцијом креиран од стране *OpenAI - ChatGPT* – наводи да би већи број валута могао играти водећу улогу у будућности. Наиме, широка употреба америчког долара, посебно у међународној трговини, даје америчком долару значајан утицај на светској сцени. Међутим, последњих година уложени су напори да се смањи доминација долара и повећа употреба других валута, попут евра и јуана, у међународним трансакцијама. Што се тиче јуана, Кина већ деценијама постепено повећава његову улогу глобално, будући да се та валута све више користи у међународној трговини и инвестицијама.

Постоје и другачија предвиђања. Нпр. према Карнегијевој задужбини (*Carnegie Endowment*), јачање јуана као резервне валуте не слаби долар; већ се се две валуте допуњују. Како се тврди, кинеска монета не представља претњу доминацији долара јер интернационализација ренминбија захтева више доларских резерви, док с друге стране америчка монета стабилизује кинеску на офшор тржиштима, као што је хонконшко (Прокоренко 2023).

По Рогофу (Rogoff 2021), три светске валуте – евро, ренминби и долар – би могле да деле позорницу. Проблем је да ни тржишта ни креатори политике нису ни издалека спремни за такву транзицију. Цена задуживања америчке владе би готово сигурно знатно порасла, иако би велики део терета могао пасти на корпоративне зајмопримце, посебно на мала и средња предузећа. Иако је међу креаторима америчке политике и многим економистима став да је светски апетит за дугом у доларима практично неограничен, модернизација аранжмана кинеског девизног курса могла би задати болан ударац статусу долара.

Да идемо ка мултиполарном монетарном поретку чини се све извесније, био он биполарни или триполарни (што геополитички није од великог значаја будући да је еврозона превише везана за политику САД). Ипак, потпуна детронизација америчке монете не чини се извесном и може се претпоставити да ће у наредним деценијама долар наставити да буде главна светска монета, али не тако изражено као што је то тренутно случај.

РЕФЕРЕНЦЕ

- Bank for International Settlements [BIS]. 2022. *Triennial Central Bank Survey 2022 - OTC foreign exchange turnover in April 2022*. Basel: Monetary and Economic Department. https://www.bis.org/statistics/rpfx22_fx.pdf.
- U.S. Bureau of Labor Statistics [BLS]. 2023. *Consumer Price Index Summary*. Washington DC: Division of Consumer Prices and Price Indexes. <https://www.bls.gov/news.release/cpi.nr0.htm>.
- Alexandra Prokopenko. 2023. "The Risks of Russia's Growing Dependence on the Yuan." *Carnegie Endowment*. 2 February 2023. <https://carnegieendowment.org/politika/88926>.
- De Grauwe, Paul. 2020. "The Rise and Fall of International Currencies." *Project syndicate*. 6 March 2020. <https://www.project-syndicate>.

- org/onpoint/the-rise-and-fall-of-international-currencies-by-paul-de-grauwe-2020-03.
- Evans, Brian. 2023. "ChatGPT predicts US dollar dominance will give way to a multipolar currency system as China's yuan gains influence." *Business Insider*. 11 February 2023. <https://markets.businessinsider.com/news/currencies/chatgpt-openai-prediction-us-dollar-dominance-china-yuan-renminbi-multipolar-2023-2>.
- Fan-Lim, Kean. 2019. "Ten years after China's renminbi went global, what keeps it from really challenging the US dollar as a reserve currency?" *South China Morning Post*. 17 April 2019. <https://www.scmp.com/comment/letters/article/3006413/chinas-yuan-went-global-10-years-ago-communist-party-control-keeps>.
- Frankel, Jeffrey. 2019. "How a Weaponized Dollar Could Backfire." *Project syndicate*. 23 October 2019. <https://www.project-syndicate.org/commentary/donald-trump-weaponized-dollar-could-backfire-by-jeffrey-frankel-2019-10?a>.
- Ibanfirst Blog* (2022). "Renminbi internationalisation: China's path to a world currency?" 17 March 2022. <https://blog.ibanfirst.com/en/renminbi-internationalisation-chinas-path-to-a-world-currency>.
- International Monetary Fund [IMF]. 2022. *Currency Composition of Foreign Exchange Reserves (COFER) data 3Q*. Washington D.C: International Monetary Fund. <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>.
- Glover, George. 2022. "China wants to buy more oil from Saudi Arabia – and that could eat away at the dollar, a think tank strategist says." *Business insider*. 9 December 2022. markets.businessinsider.com/news/commodities/dollar-dominance-dedollarization-china-saudi-arabia-oil-deal-crude-price-2022-12.
- Kapron, Zennon. 2022. "China's Targeted Renminbi Internationalization Is Feasible." *Forbes*. 1 December 2022. <https://www.forbes.com/sites/zennonkapron/2022/12/01/chinas-targeted-renminbi-internationalization-is-feasible/?sh=659fee9a38e5>.
- Losev, Alexander. 2022. "The Yuan as the Leading Foreign Currency in the Russian Market." *Valdai Club*, 28 October 2022. <https://valdaiclub.com/a/highlights/the-yuan-as-the-leading-foreign-currency-in-the-ru/>.
- Market Watch*. 2023. "U.S. 10 Year Treasury Note." <https://www.marketwatch.com/investing/bond/tmubmusd10y?countrycode=bx>.

- McNamara, Paul. 2023. "Why a Brics currency is a flawed idea." *Financial Times*. 10 February 2023. <https://www.ft.com/content/02d6ab99-ea36-41c4-9ad3-9658bb1894a7>.
- Pesek, William. 2022. "China's gold stockpiling is dollar warning sign." *Asia Times*, 24 November 2022. <https://asiatimes.com/2022/11/chinas-gold-stockpiling-is-dollar-warning-sign/>.
- Pozsar, Zoltan. 2023. "Great power conflict puts the dollar's exorbitant privilege under threat." *Financial Times*. 20 January 2023. www.ft.com/content/3e05b491-d781-4865-b0f7-777bc95ebf71.
- Rogoff, Kenneth. 2021. "The Dollar's Fragile Hegemony." *Project syndicate*. 30 March 2021. <https://www.project-syndicate.org/commentary/flexible-renminbi-could-threaten-global-dollar-hegemony-by-kenneth-rogoff-2021-03>.
- Rosen, Phil. 2022. "China surpasses US in corporate debt sales as the world's 2 largest economies see starkly different central bank policies." *Business Insider*. 8 September 2022. <https://markets.businessinsider.com/news/bonds/china-us-yuan-dollar-corporate-debt-sales-central-banks-fed-2022-9>.
- Roubini, Nouriel. 2023. "A bipolar currency regime will replace the dollar's exorbitant privilege." *Financial Times*. 5 February 2023. <https://www.ft.com/content/e03d277a-e697-4220-a0ca-1f8a3dbecb75>.
- Smith, Gary. 2023. "Central banks are reassessing foreign exchange reserves." *OMFIF*. 4 January 2023. omfif.org/2023/01/central-banks-are-reassessing-foreign-exchange-reserves/.
- Tooze, Adam. 2021. "The Rise and Fall and Rise (and Fall) of the U.S. Financial Empire" *Foreign Policy*. Last accessed 26 January 2021. <https://foreignpolicy.com/2021/01/15/rise-fall-united-states-financial-empire-dollar-global-currency>.
- Yongding, Yu. 2022. "China's Exchange-Rate Challenge." *Project syndicate*. 20 December 2022. <https://www.project-syndicate.org/commentary/china-renminbi-depreciation-pressure-pboc-growth-by-yu-yongding-2022-12>.
- Xinhua*. 2022. "How China steadily advances RMB internationalization." 12 October 2022. <https://www.chinadaily.com.cn/a/202210/12/WS63463beca310fd2b29e7c098.html>.

Goran V. Nikolić*

*Principal Research Fellow, Institute of European Studies,
Belgrade, Serbia*

GLOBAL DOMINATION OF THE DOLLAR ENDING?*

Resume

The paper points out that the relatively slow development of RMB as a reserve currency is taking place in parallel with the expansion of trade invoiced in the renminbi. It is argued that, even in the absence of financial liberalization, the renminbi could still become a global currency. Namely, the leading status in world trade creates the potential for creating demand and supply of renminbi. Additionally, in the same direction is working an increase in the number of central banks with which The People's Bank of China has agreements on swap lines for foreign exchange, as well as the accelerated development of the offshore Yuan market. An important moment will be the expected changes in the Chinese exchange rate regime, since the end of pegging RMB to a basket of currencies and the transition to an inflation-targeting regime could lead to a larger part of Asia following China that is using its currency more intensively. Additionally, although currently exclusively for domestic use, China's central bank's digital currency will eventually facilitate the international use of the renminbi. Consequently, it can be concluded that in the coming decades, the dollar will continue to play a predominant, but not, as it has been, an exclusive role in the international monetary order.

Keywords: dollar, the US, China, finance, currency, the global monetary order.

* goranvnikolic@gmail.com

** The paper was written within the Research Program of the Institute for European Studies for 2023, supported by the Ministry of Education, Science and Technological Development of the Republic of Serbia.

*** Овај рад је примљен 05. фебруара 2023. године, а прихваћен на састанку Редакције 20. марта 2023. године.