

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**INTERNACIONALIZACIJA KITAJSKEGA RENMINBI JUANA V
MEDNARODNO VALUTO**

Ljubljana, junij 2016

GREGOR BABNIK

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Gregor Babnik, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Internacionalizacija kitajskega renminbi juana v mednarodno valuto, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem doc. dr. Matevžem Raškovičem.

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 22. junija 2016

Podpis študenta:

KAZALO

UVOD	1
1 KITAJSKO GOSPODARSTVO	2
1.1 Zgodovina kitajskega gospodarstva.....	2
1.2 Gospodarske reforme po letu 1978 in ponoven vzpon Kitajske.....	4
1.3 Kitajska valuta	8
2 MEDNARODNA VALUTA.....	9
2.1 Funkcije denarja	9
2.2 Definicija in vloge mednarodne valute.....	9
2.3 Mednarodni denarni sistem	10
2.4 Potrebni pogoji za status mednarodne valute	12
2.4.1 Velikost produkcije in trgovine.....	13
2.4.2 Razvitost finančnega trga	14
2.4.3 Zaupanje v valuto	15
2.4.4 Zgodovina oziroma mrežne eksternalije	15
3 INTERNACIONALIZACIJA RENMINBIJA.....	16
3.1 Liberalizacija deviznega tečaja.....	16
3.2 Internacionalizacija renminbija	17
3.3 Renminbi kot poravnalna oziroma plačilna valuta	20
3.4 Renminbi kot posredniška valuta	23
3.5 Renminbi kot intervencijska valuta	25
3.6 Renminbi kot obračunska valuta	25
3.7 Renminbi kot sidrna valuta.....	26
3.8 Renminbi kot investicijska in financirna valuta	26
3.8.1 Financiranje mednarodne trgovine v renminbiju	26
3.8.2 Denarni in kapitalski trg renminbija v Hong Kongu.....	26
3.8.3 Neposredne tuje investicije v renminbiju.....	28
3.8.4 Portfeljske investicije v renminbiju.....	28
3.9 Renminbi kot rezervna valuta.....	30
3.9.1 Vključitev renminbija v posebne pravice črpanja (SDR).....	34
4 KORISTI MEDNARODNE VALUTE ZA DRŽAVO IZDAJATELJICO.....	37
4.1 Prikladnost za rezidente države	37
4.2 Več posla za banke in ostale finančne institucije države.....	37
4.3 Politična moč in prestiž	38
4.4 Seignorage	38
5 SLABOSTI MEDNARODNE VALUTE ZA DRŽAVO IZDAJATELJICO.....	40
5.1 Povečano povpraševanje po valuti	40
5.2 Večje nihanje povpraševanja po valuti.....	40
5.3 Večje breme odgovornosti.....	41
6 PERSPEKTIVA NADALJNJE INTERNACIONALIZACIJE RENMINBIJA.....	41
6.1 Iniciativa En pas, ena pot.....	42

6.2 Ali renminbi lahko postane celo vodilna mednarodna valuta?	43
SKLEP	44
LITERATURA IN VIRI	46
PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Vloge mednarodne valute	9
Tabela 2: Sporazumi o poravnavi renminbija	19
Tabela 3: Odstotni deleži valut v povprečnem dnevnem aprilskem trgovanju na svetovnih deviznih trgih v obdobju 1998–2013.....	24
Tabela 4: Odstotni deleži valut v košarici za določanje vrednosti SDR.....	36

KAZALO SLIK

Slika 1: Odstotni deleži držav ali regij v svetovnem bruto domačem proizvodu skozi leta našega štetja	3
Slika 2: Odstotni deleži držav ali valutnih območij v svetovnem bruto domačem proizvodu v obdobju 1980–2020	13
Slika 3: Odstotni deleži valut po vrednosti čezmejnih plačil decembra 2015 v sporočilih v omrežju SWIFT	21
Slika 4: Odstotni delež renminbija po vrednosti čezmejnih plačil v sporočilih v omrežju SWIFT in njegovo mesto med najbolj uporabljanimi valutami v omrežju SWIFT v obdobju oktober 2011–januar 2016	22
Slika 5: Odstotni deleži valut v deviznih rezervah centralnih bank konec leta v obdobju 1995–2015	31
Slika 6: Odstotni deleži valut v uradnih deviznih sredstvih konec leta 2013 in 2014	33
Slika 7: Število držav, ki imajo uradna devizna sredstva v določeni valuti konec leta 2013 in 2014	34

UVOD

Decembra 2018 bo minilo štirideset let od začetka kitajskih gospodarskih reform, enega največjih in najhitrejših gospodarskih preobratov v zgodovini človeštva. Z njegovo pomočjo se Kitajska po približno 200 letih odsotnosti (z začetkom v opijskih vojnah) ponovno vrača med največja gospodarstva sveta (Rašković, 2015, str. 5). Danes je Kitajska drugo največje, če upoštevamo kupno moč, pa celo največje gospodarstvo na svetu (IMF, 2015d). Prav tako je največja svetovna izvoznica, država z največjo mednarodno blagovno trgovino (World Bank, 2016) in poseduje približno tretjino svetovnih deviznih rezerv (IMF, 2016b).

Čeprav ponavadi z velikim časovnim zamikom, so se skozi zgodovino za mednarodne transakcije običajno uporabljale valute največjih svetovnih gospodarstev. Z vrnitvijo Kitajske med njih pa se odpira možnost, da renminbi ne ostane samo uradna denarna valuta na Kitajskem, ampak začne prevzemati tudi večjo mednarodno vlogo in tako postane ena izmed mednarodnih valut ob boku ameriškemu dolarju, evropskemu evru, japonskemu jenu, britanskemu funtu in švicarskemu franku.

Ker status mednarodne valute državi izdajateljici prinaša določene koristi, se je Kitajska zavestno odločila stopiti na pot polne internacionalizacije svoje valute. Petnajst let po uvedbi tržnih gospodarskih reform se je zavzela za dolgoročni cilj uvedbe sistema fleksibilnega deviznega tečaja renminbija in njegovo popolno konvertibilnost. Dejansko implementacijo internacionalizacije pa je začela leta 2004 ter jo po izbruhu svetovne finančne krize izjemno pospešila. Čeprav je od takrat minilo relativno kratko obdobje, internacionalizacija renminbija že dosega prve uspehe, saj se je renminbi začel uporabljati v številnih mednarodnih transakcijah.

Predmet obravnave mojega diplomskega dela je zato internacionalizacija kitajske valute renminbi v mednarodno valuto. **Namen** mojega diplomskega dela je prikaz internacionalizacije renminbija s pomočjo ustrezne literature in prikaz njenih praktičnih posledic. **Temeljni cilj** diplomskega dela je prikazati dosednji potek internacionalizacije renminbija, ovrednotiti, kako daleč je internacionalizacija prišla, in na podlagi tega primerjati trenutno mednarodno vlogo renminbija z valutami, ki že veljajo za mednarodne. Izvedeni cilji naloge so tudi:

- predstaviti pogoje, ki jih mora valuta izpolnjevati, da bi status mednarodne valute lahko sploh dosegla;
- odgovoriti na vprašanje, kakšne prednosti in slabosti prinaša status mednarodne valute državi izdajateljici;
- prikazati možnosti za nadaljnjo internacionalizacijo renminbija vse do statusa vodilne mednarodne valute.

V diplomskem delu so uporabljene deskriptivna metoda, metoda kompilacije in komparativna metoda raziskovanja. Deskriptivno metodo sem uporabil pri opisovanju posameznih ekonomskih pojmov in/ali pojavov ter Kitajske. Pri povzemanju in predstavitvi spoznanj tujih in domačih

avtorjev sem uporabil metodo kompilacije. Komparativno metodo pa sem uporabil pri primerjavi empiričnih podatkov mednarodnih finančnih institucij. Skozi celotno diplomsko delo je prisotna kritična analiza misli, spoznanj in dejstev.

Temeljna hipoteza diplomskega dela je: kljub izredno hitri začetni internacionalizaciji renminbija v mednarodno valuto temu še veliko manjka, da bi postal ena izmed vodilnih mednarodnih valut.

Diplomsko delo je razdeljeno na šest poglavij. V prvem poglavju predstavljam kratko gospodarsko zgodovino Kitajske. Pri tem se predvsem osredotočam na to, kako se po približno dvestoletnem premoru Kitajska ponovno prebija med največje gospodarske sile sveta in kakšen je njen gospodarski položaj danes. V drugem poglavju opredelim, kaj je to mednarodna valuta, kakšne vloge ima in kakšne pogoje mora izpolnjevati, da to postane. Jedrno tretje poglavje obravnava internacionalizacijo renminbija. V četrtem poglavju obravnavam prednosti, ki jih prinaša mednarodna valuta državi izdajateljici, s poudarkom na Kitajski. Nasprotno temu pa v petem poglavju obravnavam tudi njene slabosti. V šestem poglavju se osredotočam na nadaljnjo internacionalizacijo renminbija do vodilne mednarodne valute. Diplomsko delo končam s sklepom.

1 KITAJSKO GOSPODARSTVO

Kitajska je stoletja veljala za vodilno svetovno civilizacijo. Kitajska je bila skozi vso svojo zgodovino država z največjim številom prebivalcev. Danes, v času, ko veljajo človeški viri za največje bogastvo, jih šteje 1,4 milijarde, kar predstavlja 19 % svetovne populacije (CIA, 2016). Glede na to, da so Kitajci prvi, med drugim, naredili papir, ni presenetljivo, da so prvi uvedli tudi papirnati denar. Če za papirnati denar štejemo bankovce, krite z monetarno rezervo, se je prvi papirnati denar na Kitajskem pojavil v 10. stoletju (Boeykens, 2007).

Prva večja prelomnica v zgodovini Kitajske se je zgodila leta 221 pred našim štetjem, ko se je Kitajska prvič združila v enotno cesarstvo. Vendar to ni trajalo dolgo, saj je neprestano razpadala na manjše države in se večkrat ponovno združevala. Nemalokrat v svoji zgodovini je bila zavojevana in pod tujo oblastjo. Vladavina domačih dinastij se je izmenjevala z vladavino različnih tujih nomadskih ljudstev, ki so sprejela kitajsko kulturo. V času dinastije Yuan (1279–1368) so ji vladali Mongoli. V času zadnje dinastije Qing (1644–1911) pa je Kitajska pristala pod skoraj tristoletno mandžursko nadvlado (Saje, 2015, str. 531–532).

1.1 Zgodovina kitajskega gospodarstva

Še v 18. stoletju je bilo kitajsko gospodarstvo največje na svetu, vendar je bilo izjemno izolirano od preostalega sveta, saj so bili Kitajci zaverovani v lastno superiornost in so se imeli za center sveta. V 19. stoletju sta industrijska revolucija na Zahodu in toga, vase zaverovana vladajoča mandžurska manjšina povzročila, da je Kitajska izgubila svoj gospodarski primat. S tem je

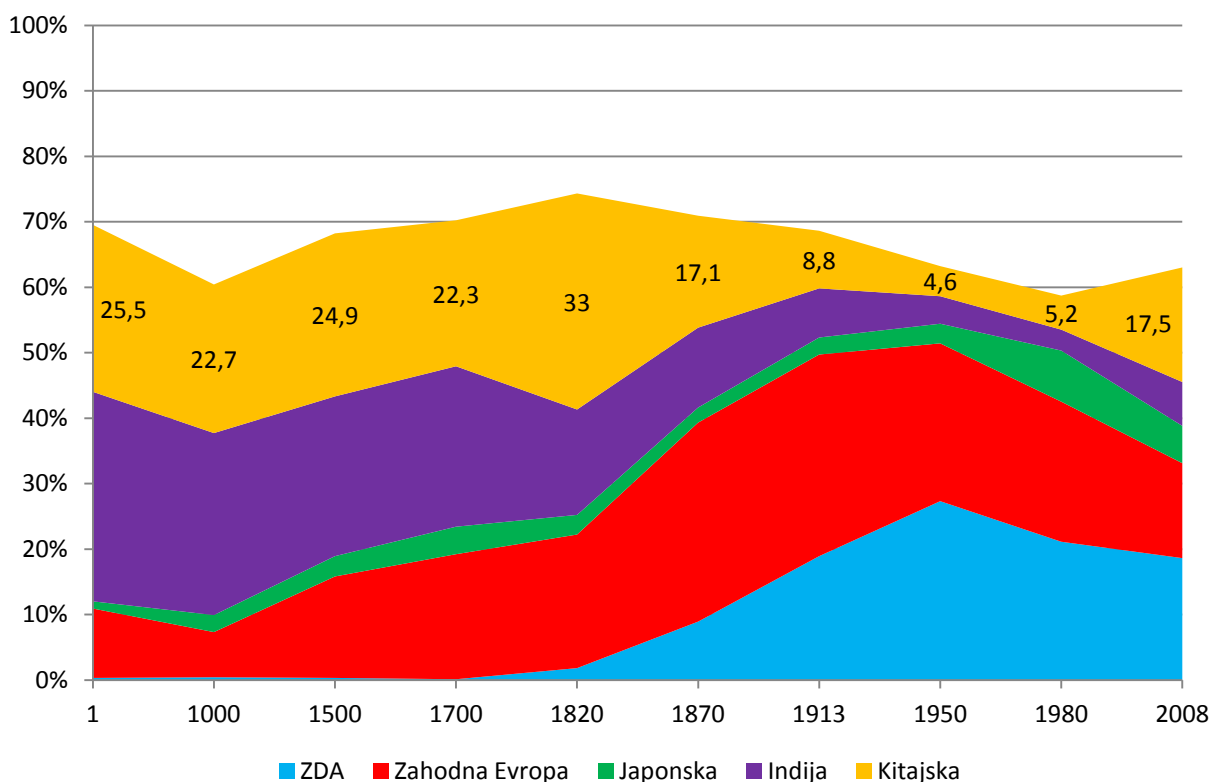
postala lahka tarča kolonialnih sil, ki so jo prisilile v podrejene zunanjetrgovinske odnose (Saje, 2012, str. 23).

Za Kitajsko sta bila 19. in prva polovica 20. stoletja čas kolonialnega izkoriščanja, nemirov, uporov, revolucije, lakote, vojaških porazov, tuje okupacije in državljanske vojne. Po drugi svetovni vojni je med medsebojno vojskujočimi se stranmi prevladala Komunistična partija, ki je prevzela oblast in 1. oktobra 1949 razglasila Ljudsko republiko Kitajsko ter uvedla avtoritaren socialistični sistem pod vodstvom Mao Zedonga (Saje, 2015, 403–489; CIA, 2016).

Po prvih uspehih povojnega socialističnega gospodarskega modela je gospodarstvo hitro zašlo v slepo ulico. Zaradi prisiljene preusmeritve kmečkega prebivalstva v težko industrijo je prihajalo do velikega pomanjkanja hrane in lakote. Gospodarske zakonitosti so bile vseskozi žrtev ideologije in političnih bojov. Kljub velikim naporom so bili gospodarski rezultati po skoraj treh desetletjih prizadevanj borni (Saje, 2012, str. 26–30).

Posledice za gospodarstvo lahko vidimo na Sliki 1, kjer prikazujem, kako so se gibal deleži posameznih držav ali regij v svetovnem bruto domačem proizvodu (v nadaljevanju BDP) skozi zgodovino.

Slika 1: Odstotni deleži držav ali regij v svetovnem bruto domačem proizvodu skozi leta našega štetja



Vir: Povzeto in prirejeno po A. Maddison, *Historical Statistics of the World Economy: 1–2008 AD*, b.l.

Vidimo lahko, da se je skozi večino svoje zgodovine kitajsko gospodarstvo vseskozi borilo z indijskim za primat največjega, saj je predstavljalo okoli četrtno do tretjino svetovnega. Njegov zaton v 19. in 20. stoletju velja za približno dvestoletno izjemo v zgodovini "Osrednjega cesarstva". Kitajska je dno dosegla leta 1962, ko je njen BDP predstavljal samo 4 % svetovnega (Maddison, b.l.). Njen ponovni vzpon, ki se je začel konec 20. stoletja, je nekako na pol poti do nekdanje veličine.

1.2 Gospodarske reforme po letu 1978 in ponoven vzpon Kitajske

Dve leti po smrti Mao Zedonga se je na prelomnem tretjem plenumu Centralnega komiteja Komunistične partije Kitajske decembra 1978 začel proces obsežnih, tržno orientiranih reform in gospodarskega odpiranja zunanjemu svetu pod vodstvom Deng Xiaopinga. Postopno odpravljanje nakopičenih ekonomskih neracionalnosti je povzročilo sproščanje neizkoriščenih gospodarskih potencialov (Saje, 2012, str. 26, 30–31). Takrat se je začel nesluten prepoved Kitajske, ki mu skoraj ni para v človeški zgodovini.

Reforme so vključevale dekollektivizacijo kmetijstva, postopno liberalizacijo cen, fiskalno decentralizacijo, povečano avtonomijo državnih podjetij, rast zasebnega sektorja, razvoj kapitalskega trga in modernega bančnega sistema in odpiranje zunanji trgovini in tujim investicijam (CIA, 2016). Reforme so v gospodarstvo vnesle skoraj neverjetno dinamiko.

V dobra tri desetletja trajajočem obdobju je povprečna letna gospodarska rast znašala izjemnih 9 %. Ker je v tem času Kitajski s politiko omejevanja rojstev hkrati uspelo upočasniti rast prebivalstva, se je začel še bolj povečevati dohodek na prebivalca. To je imelo za posledico hitro odpravljanje revščine in bogatenje prebivalstva (Saje, 2012, str. 31). Li (2011, str. 31, 33) meni, da je prvih 30 let reform in odpiranja prineslo najhitrejšo gospodarsko rast in porast življenjskega standarda ljudi v zabeleženih zgodovini in velja za edini pravi čudež med gospodarskimi čudeži. Da je temu tako, se ima Kitajska zahvaliti tudi, v celoti gledano, izjemni družbeni in makroekonomski stabilnosti v prvih 30. letih gospodarskih reform.

Kako so gospodarske reforme in odpiranje zunanjemu svetu po letu 1978 Kitajsko izstrelile med največja gospodarstva na svetu, prikazujem v Prilogi 2. Leta 2014 je kitajski BDP po pariteti kupne moči (angl. *purchasing power parity* – PPP), ki prilagodi cenovne razlike med državami, prvič po približno 125 letih ponovno presegel ameriškega in tako je Kitajska zopet postala največje nacionalno gospodarstvo sveta. ZDA so bile vodilna gospodarska sila sveta vse od okoli leta 1890, ko so ta primat odvzele prav Kitajski. Kitajska je Indijo ob upoštevanju paritete kupne moči prehitela že leta 1985, Japonsko pa leta 1999. S tem ko naj bi se leta 2015 zavihtela pred Evropsko unijo (v nadaljevanju EU), bo tudi nasploh postala največje svetovno gospodarsko območje in bo predstavljala 17,2 % svetovne kupne moči (IMF, 2015d; Maddison, b.l.).

Če upoštevamo nominalno velikost gospodarstva, ki ne upošteva razlik v kupni moči med državami, je Kitajska od leta 2009, ko je prehitela Japonsko, še vedno drugo največje

gospodarstvo na svetu. Leta 2014 je njeno gospodarstvo predstavljalo 13,4 % svetovnega gospodarstva. Čeprav bo še naprej nadpovprečno hitro rastla in povečevala svoj delež v svetovnem gospodarstvu, ZDA in EU po napovedih Mednarodnega denarnega sklada (angl. *International Monetary Fund*, v nadaljevanju IMF) ne bo dohitela pred letom 2020. To delno prikazujem na Sliki 2 (IMF, 2015d).

Od leta 1978, ko je bila Kitajska ena najrevnejših držav, se je BDP več kot podeseteril. Kljub temu je Kitajska po BDP na prebivalca še vedno pod svetovnim povprečjem. Kitajska je za ZDA in Hong Kongom tretja največja gostiteljica neposrednih tujih investicij, ki so konec leta 2015 znašale 1.723 milijard ameriških dolarjev. Če upoštevamo, da je Kitajska znana kot končni cilj tujih investicij, te niti niso dosti prednjačile pred izhodnimi investicijami, ki so znašale 1.111 milijard, kar kaže na to, da tudi sama postaja vse pomembnejša investitorica v svetu (CIA, 2016).

Kitajska se je v času politike gospodarskega odpiranja postopoma začela vključevati v mednarodne finančne in gospodarske organizacije. Leta 1980 je postala članica IMF in Svetovne banke (angl. *World Bank*). Polnopravna članica Svetovne trgovinske organizacije je postala leta 2001. Zadnje ji je omogočilo izjemno hitro rast izvoza, ki jo je prekinila skoraj desetletje kasneje šele svetovna finančna kriza (Saje, 2015, str. 524). Če je še leta 1999 kitajski izvoz blaga predstavljal zgolj 3,4 % svetovnega izvoza, se je ta delež do leta 2014 povzpел na kar 12,3 % (glej Prilogo 3). Posledično je Kitajska že leta 2009 prehitela Nemčijo in postala največja svetovna izvoznica. Leta 2013 je postala še država z največjo mednarodno blagovno trgovino (glej Prilogo 4) (World Bank, 2016).

V času gospodarskih reform je prišlo do velike strukturne spremembe na področju izvoza, kjer se je Kitajska prelevila od skoraj povsem zaprtega v močno izvozno odvisno gospodarstvo. Delež izvoza blaga in storitev v BDP, ki je pred reformami leta 1977 znašal samo 4,4 %, se je do leta 2006 povečal kar na 35,7 % (glej Prilogo 5). Po sprejetju Kitajske v Svetovno trgovinsko organizacijo leta 2001 se je delež izvoza v BDP zgolj v petih letih povečal za skoraj 16 odstotnih točk. Do leta 2009 se je delež znižal na 23,7 % BDP, kar lahko pripišemo upadu povpraševanja na izvoznih trgih po izbruhu svetovne finančne krize. V zadnjih letih se delež giblje okoli četrtrine BDP, kar pa je še vedno skoraj dvakrat toliko kot v ZDA. To pa je za veliko državo, ki običajno niso tako izvozno odvisne, vsaj nenavadno. Podobno se je delež uvoza v BDP od leta 1977 povečal s 4,1 % na 29,2 % leta 2005 in nato upadel na 18,9 % leta 2014 (World Bank, 2016).

Ker Kitajska precej več izvozi kot uvozi, že vse od leta 1994 beleži visok zunanjetrgovinski presežek, ki je leta 2007 dosegel kar 7,6 % BDP (World Bank, 2016). Kitajska največ izvozi v ZDA, ki hkrati največ uvozijo prav iz Kitajske. Ker je trgovina v obratni smeri precej manjša, ZDA s Kitajsko beležijo precejšen zunanjetrgovinski primanjkljaj. To je povzročilo, da sta državi zašli v močno medsebojno odvisnost. Na eni strani je Kitajska kot država z največjim presežkom, na drugi strani pa so ZDA z daleč največjim primanjkljajem na tekočem računu plačilne bilance (v nadaljevanju tekoči račun) na svetu (CIA, 2016).

Pomen bilance tekočega računa je v tem, da edina kaže, koliko se je v obdobju enega leta spremenilo premoženjsko stanje države v odnosu do tujine. Ker država dolgoročno ne more biti neto dolžnik do tujine, kakor tudi ni smiselno, da je neto upnik do tujine, mora biti tekoči račun na dolgi rok uravnotežen (Mrak, 2002, str. 25–26, 301).

Že vse od leta 1983 (z izjemo 1991) so ZDA država z največjim primanjkljajem na tekočem računu in naj bi po napovedih IMF (2015d) to ostale vsaj do leta 2020. Nasprotno je Kitajska v obdobju od leta 1997 do 2014 vseskozi beležila presežek (glej Prilogo 6). Ko je leta 2006 prvenstvo prevzela Japonski (ki ga je posedovala od 1983), je postala celo država z največjim presežkom in ga zadržala do leta 2010. Leta 2007 je njen presežek dosegel izjemnih 10 % BDP. Po napovedih IMF naj bi leta 2015 ponovno postala država z največjim presežkom na tekočem računu in to ohranila vsaj do leta 2020. Tako nič ne kaže, da sta se Kitajska in ZDA resneje lotili uravnoteženja svojih tekočih računov.

Kombinacija visokega presežka na tekočem računu in neto pritoka neposrednih tujih investicij je povzročila, da Kitajska danes poseduje daleč največ, približno tretjino svetovnih deviznih rezerv. Kot prikazujem v Prilogi 7, je Kitajska prehitela Japonsko januarja 2006. Tudi za kitajske devizne rezerve lahko rečemo, da so se začele izjemno povečevati po sprejetju v Svetovno trgovinsko organizacijo leta 2001. Sredi leta 2014 je njihova količina dosegla svoj vrh s skoraj 4.000 milijardami ameriških dolarjev, potem pa začela naglo upadati. Kljub temu jih ima konec leta 2015 še zmeraj nekajkrat več od Japonske in Savdske Arabije na tretjem mestu. V primerjavi z največjimi tremi imetnicami so devizne rezerve ZDA zanemarljive (IMF, 2016b; IMF, 2016a), saj jih zaradi fleksibilnega deviznega tečaja sploh ne potrebujejo. Konec leta 2013 in 2014 so bile kitajske devizne rezerve več kot štirikrat večje od njenega zunanjega dolga (CIA, 2016).

Posledično kitajska centralna banka v zadnjih letih skokovito povečuje devizne rezerve v ameriških dolarjih, ki jih potem vlaga v nakupe obveznic ameriške zakladnice. To ZDA pomaga zniževati stroške financiranja (obresti) državnega dolga. Tako je Kitajska že postala največji tuji financer ameriškega javnega dolga pred Japonsko. Konec januarja 2016 je imela v lasti za 1.238 milijard ameriških dolarjev ameriških državnih vrednostnih papirjev. Čeprav se na prvi pogled zdi, da so ZDA zaradi tega bolj odvisne od Kitajske kot obratno, pa temu ni tako. Če bi Kitajska poskusila destabilizirati ameriški dolar, bi hkrati razvrednotila svoje lastne devizne rezerve in zmanjšala svojo izvozno konkurenčnost na ameriškem trgu, saj bi ameriški dolar depreciral. Da bi znižala svojo finančno odvisnost od ameriškega dolarja, Kitajska v letih po svetovni finančni krizi postopoma povečuje delež drugih valut v svojih deviznih rezervah (Saje, 2015, str. 524–525; U.S. Department of Treasury, 2016).

Kitajska je po izbruhu svetovne finančne krize, da bi ublažila izpad izvoza, povečala investicije v infrastrukturo. Že tako izredno visok delež investicij v osnovna sredstva v BDP se postopno povečuje že vse od začetka reform in od leta 2005 predstavlja celo največjo komponento v BDP (glej Prilogo 5). V zadnjih letih se giblje okoli 45 %, kar je približno 2,5-krat toliko kot v ZDA. Ker je bilo investiranje za Kitajsko edini način, da je vzdrževala visoko raven domačega

povpraševanja, saj ji nikakor ne uspe povečati domače porabe, je izvajala pritisk na banke, da so odobrile kredite vsakovrstnim projektom. To je povzročilo nepremičninski balon, saj se stanovanja niso prodala, bankam pa so ostali slabi krediti. Pok nepremičninskega balona je za sabo potegnil tudi stopnjo gospodarske rasti, ki se je z 10,6 % leta 2010 postopno znižala na 6,9 % leta 2015, kar je najmanj v zadnjih 25 letih (World Bank, 2016; Saje, 2015, str. 525–526; Bloomberg, 2016).

Kitajska tako mora, če želi še naprej hitro rasti in se izogniti t.i. pasti držav srednjega dohodka, prestrukturirati svoj z izvozom in investicijami spodbujan gospodarski model razvoja, ki je dosegel svoje meje. To pa lahko stori samo s povečevanjem deleža domače porabe v BDP. Toda problem je, da je delež porabe gospodinjstev samo v prvi polovici prvega desetletja 21. stoletja upadel za približno 10 odstotnih točk (glej Prilogo 5). Od takrat dalje se je ustalil pri okoli 37 % BDP, kar je skoraj pol manj kot v ZDA. Kako šibka je končna poraba gospodinjstev, pove podatek, da se je leta 2006 skoraj izenačila z deležem izvoza v BDP (World Bank, 2016; ECB, 2015, str. 22; Saje, 2015, str. 522, 525).

Razlog za to je, da prebivalstvo zaradi pomanjkljive socialne varnosti veliko varčuje. Kitajska ima namreč izredno visok delež varčevanja, ki se je v zadnjih letih povzpел na okoli 50 % BDP, kar je trikrat toliko kot v ZDA (glej Prilogo 8). Na Kitajskem se poraba gospodinjstev giblje diametralno nasprotno stopnji varčevanja. Leta 2014 je imela najvišjo stopnjo varčevanja na svetu (brez mestnih držav) in je presegla drugouvrščeno Južno Korejo za 13 odstotnih točk. Da bi ohranila visoko rast, mora Kitajska zmanjšati socialne razlike in okrepiti srednji sloj, ki bi postal dolgoročni temelj domače porabe (World Bank, 2016; Saje, 2015, str. 522, 526; CIA, 2016).

V tem okviru bi se morala Kitajska osredotočiti predvsem na rast storitvenega sektorja, ki beleži visoko dinamiko rasti (glej Prilogo 9). Delež storitvenih dejavnosti v BDP je leta 2012 prevzel vodilno mesto industrijskemu sektorju in bo verjetno že kmalu predstavljal polovico vse dodane vrednosti kitajskega gospodarstva. Kljub temu je to še daleč od ZDA, kjer storitve predstavljajo skoraj 80 % v sestavi BDP. Hkrati se delež industrije že vse od začetka reform konstantno giblje okoli 45 %, kar je še enkrat toliko kot v ZDA. Do sedaj se je delež storitev povečeval na račun kmetijstva, v prihodnje pa lahko pričakujemo, da se bo v glavnem na račun industrije, saj pri zmanjševanju deleža kmetijstva ni ostalo več dosti manevrskega prostora. Vsemu napredku navkljub lahko ugotovimo, da kitajsko gospodarstvo po svoji strukturi še zelo zaostaja za gospodarstvi razvitih držav (World Bank, 2016; Saje, 2015, str. 521–522).

Za vzpon med največje gospodarske velesile sveta je Kitajska plačala visoko ceno na mnogih področjih. Hitrost gospodarske rasti meji že na pregrevanje ekonomije in povzroča negativne posledice, kot so: presežne kapacitete (predvsem v industriji), povečani slabi krediti v bankah, nasedle investicije (še zlasti v nepremičnine), visoka zadolženost lokalnih oblasti in okorna državna podjetja. Vse to spremlja povečevanje socialnih razlik med prebivalci, povečevanje razlik med priobalnim pasom in nerazvito notranjostjo in posledičen pojav t.i. delavcev

migrantov, hudo onesnaženje okolja, hitro staranje prebivalstva zaradi počasnejše rasti prebivalstva, pomanjkanje socialne varnosti, nezadostno financiranje zdravstvenega in pokojninskega sistema, korupcija in pomanjkanje pravne varnosti (Bloomberg, 2016; Saje, 2012, str. 31–33).

Zaradi tega si sedanje kitajsko politično vodstvo prizadeva za nekoliko nižjo, vendar bolj uravnoteženo in stabilno stopnjo gospodarske rasti, za večjo vlogo tržnih dejavnikov in boljši odnos do okolja, kar naj bi prispevalo k nadaljnjemu razvoju Kitajske (Saje, 2015, str. 526). Gre za obdobje t.i. nove normalnosti, za katero je značilno postopno znižanje visoke gospodarske rasti in prestrukturiranje gospodarstva (Rašković, 2016, str. 12–13).

Ko vse težave, s katerimi se sooča, pomnožimo z njeno velikostjo, lahko zaključimo, da jo nedvomno čaka še veliko dela. Vendar se Kitajska svojih problemov zaveda, in kot smo se lahko prepričali v zadnjih desetletjih, jih zna in zmore presenetljivo hitro odpravljati. Kot največja nacija na planetu je Kitajska danes država v vzponu, ki skoraj vsakodnevno ponovno prevzame kakšen svetovni primat. Zato se ne gre čuditi dejstvu, da si prizadeva, da bi njenemu ponovnemu gospodarskemu vzponu sledil tudi pomen njene valute v svetovnem gospodarstvu. V nadaljevanju se bomo posvetili prav temu.

1.3 Kitajska valuta

Kitajska uradna denarna valuta se imenuje renminbi (RMB) oziroma renminbi juan, tudi samo juan. Medtem ko je renminbi uradno ime valute in dobesečno pomeni "ljudski denar", je juan njegova osnovna enota vrednosti. Beseda juan je starejšega izvora in pomeni "španski dolar" – španski srebrnik, ki so ga trgovci pred stoletji prinesli na Kitajsko. Gre za podobno razmerje med izrazoma kot pri britanski valuti funt šterling (angl. *pound sterling*). Tako lahko rečemo, da imamo v denarnici renminbi juane, renminbije ali juane oziroma funt šterlinge, šterlinge ali funte. Ampak nekaj stane npr. 3 ali 80 juanov (oziroma funtov) in **ne** renminbijev (oziroma šterlingov). Prav tako je evro vreden npr. 7 juanov in **ne** renminbijev. Renminbi ima tudi manjši enoti; 1 juan je vreden 10 jiaov oziroma 100 fenov (Mulvey, 2010).

Kitajska Komunistična partija je ustanovila kitajsko centralno banko, uradno imenovano Ljudska banka Kitajske (angl. *People's Bank of China*, v nadaljevanju PBoC), in izdala prve bankovce renminbija prvega decembra 1948, deset mesecev, preden je uradno prevzela oblast (Bloomberg, 2015b). Valuta velja za zakonito plačilno sredstvo v celinski Kitajski, ne pa tudi v Hong Kongu in Macau. Valuta v Macau (pataka) je preko valutnega odbora (angl. *currency board*) fiksno vezana na hongkonški dolar (HKD) in ta je na enak način vezan na ameriški dolar (PBoC, b.l.; Autoridade Monetaria de Macau, 2016). Na Tajvanu, ki ga Kitajska šteje za svoje ozemlje, za uradno valuto velja tajvanski dolar (Mulvey, 2010).

2 MEDNARODNA VALUTA

2.1 Funkcije denarja

Brez denarja si današnjega gospodarstva skoraj ne moremo več predstavljati. O denarju lahko govorimo šele takrat, ko se naturalni način produkcije, kjer vsaka celica proizvede, samo kar in kolikor potrebuje, spremeni v blagovni način proizvodnje, kjer je proizvedeno blago namenjeno za menjavo. Takrat govorimo o menjalnem oziroma tržnem gospodarstvu. Sprva je menjava blaga potekala neposredno za drugo blago. Šele ko se je pojavilo blago, ki so ga ljudje na splošno sprejemali v plačilo, lahko govorimo o nastanku denarja, denarni (posredni) menjavi in denarnem gospodarstvu (Ribnikar, 1999a, str. 6–8). Čeprav bi pri denarju lahko naštevali veliko funkcij, se moramo zavedati, da ima denar dejansko samo tri osnovne funkcije, vse ostale pa izhajajo iz njih (Ribnikar, 1999a, str. 28–29):

- denar kot merilo vrednosti,
- denar kot menjalno sredstvo in
- denar kot hranilec vrednosti.

2.2 Definicija in vloge mednarodne valute

Frankel (1995, str. 2) mednarodno valuto definira kot valuto, ki se uporablja izven njene domače države. Kenen (2011, str. 9) definira mednarodno valuto kot valuto, ki se uporablja in hrani zunaj meja države, ki jo je izdala; ne samo za transakcije z rezidenti države izdajateljice, ampak tudi, kar je pomembno, za transakcije med nerezidenti. Z drugimi besedami, mednarodna valuta se uporablja namesto nacionalnih valut strank, neposredno udeleženih v mednarodni transakciji. Mednarodna valuta ima veliko različnih vidikov uporabe, ki jih lahko razdelimo glede na različne funkcije denarja in glede na to, ali se uporablja za uradno ali zasebno rabo, kar prikazujem v Tabeli 1.

Tabela 1: Vloge mednarodne valute

Denar kot	Uradna raba	Zasebna raba
Hranilec vrednosti	rezervna valuta (akumulacija mednarodnih rezerv)	investicijska in financirna valuta oziroma substitucija valute
Menjalno sredstvo	intervencijska valuta (za devizne intervencije)	posredniška (finančne transakcije) in plačilna/poravnalna valuta (realno gospodarstvo)
Merilo vrednosti	sidrna valuta (sidro za vezavo lokalnih valut)	obračunska valuta (obračunavanje mednarodne trgovine in finančnih transakcij)

Vir: Povzeto in prirejeno po M. Chinn & J. Frankel, *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar As Leading International Reserve Currency?*, 2005, str. 5; ECB, *Review of the International Role of the Euro*, 2001, str. 5, 29; P. B. Kenen, *The Role of the Dollar as an International Currency*, 1983, str. 16.

Rezervna valuta (angl. *reserve currency*) je tista valuta, v kateri so denominirana sredstva, ki se jih tuje centralne banke odločijo hraniti v svojih deviznih rezervah za zaščito pred plačilnobilančnimi krizami (Prasad, 2014, str. 231).

O **investicijski** valuti (angl. *investment currency*) in **financirni** valuti (angl. *financing currency*) govorimo, ko so v njej denominirani depoziti, posojila in obveznice oziroma finančna sredstva (Kenen, 1983, str. 16; ECB, 2001, str. 2). Chinn in Frankel (2005, str. 5) govorita o **substituciji valute**, ko se mednarodna valuta uporablja kot hranilec vrednosti v zasebni rabi.

Intervencijska valuta (angl. *intervention currency*) je valuta, s katero centralna banka izvaja intervencije na deviznem trgu (ECB, 2001, str. 21) v skladu s svojo politiko.

Posredniška valuta (angl. *vehicle currency*) se uporablja kot posredno sredstvo pri menjavi dveh valut na deviznih trgih. Če hoče investitor zamenjati npr. turško liro za brazilski real, tega ne stori preko direktnega deviznega trga turška lira – brazilski real, ampak posredno preko vmesne zamenjave v ameriške dolarje na turško-ameriškem in ameriško-brazilskem deviznem trgu, kjer so transakcijski stroški nižji. **Plačilna** valuta (angl. *payment currency*) oziroma **poravnalna** valuta (angl. *settlement currency*) pa se uporablja za plačevanje v realni ekonomiji (ECB, 2001, str. 5, 12).

Sidrna valuta (angl. *anchor currency*) predstavlja mero oziroma referenco, na katero so vezani devizni tečaji valut drugih držav. Predvsem gre za manjše lokalne valute, ki so vezane na eno ali več večjih, v tem primeru sidrnih valut (Chinn & Frankel, 2005, str. 5; ECB, 2001, str. 20).

Obračunska valuta (angl. *invoicing currency*) se uporablja za obračunavanje mednarodne trgovine in finančnih transakcij (Chinn & Frankel, 2005, str. 5).

2.3 Mednarodni denarni sistem

Ker mednarodne valute vedno delujejo v nekem mednarodnem denarnem sistemu, si v nadaljevanju pogledajmo, kakšen je ta danes. Mrak (2002, str. 229) definira mednarodni denarni sistem kot sklop »pravil, mehanizmov in institucij, ki povezuje nacionalne denarne sisteme v konsistentno celoto«. Vloga mednarodnega denarnega sistema je:

- zagotavljati stabilnost deviznih tečajev,
- spodbujati odpravljanje plačilnobilančnih neravnotežij in
- zagotavljati državam normalen dostop do mednarodne likvidnosti.

Vsak mednarodni denarni sistem Mrak (2002, str. 299) klasificira po dveh kriterijih:

- režimu deviznega tečaja in
- načinu zagotavljanja mednarodnih deviznih rezerv.

Pri prvem kriteriju imamo možnost režima popolnoma fiksnega ali popolnoma fleksibilnega deviznega tečaja in seveda celotno paleto vmesnih režimov med tema dvema skrajnostma. Pri drugem kriteriju pa zagotavljanje mednarodnih deviznih rezerv lahko poteka preko sistema (Mrak, 2002, str. 299, 309):

- zlatega standarda z zlatom kot edino obliko mednarodnih deviznih rezerv,
- zaupanja v eno ali več valut ali
- zlatega deviznega standarda poznanega tudi kot sistem $n-1$, ki je kombinacija prejšnjih dveh sistemov in kjer so vse valute posredno zamenljive za zlato preko N -valute.

Vsak mednarodni denarni sistem je vedno razvrščen po obeh kriterijih, vendar ne nujno v enakih kombinacijah. Tako je sistem zlatega standarda režim popolnoma fiksnega deviznega tečaja. Režim fiksnega deviznega tečaja pa se lahko uporablja tudi v sistemu, kjer mednarodne devizne rezerve zagotavlja izključno ena ali več različnih valut. Prav tako imamo lahko v režimu prilagodljivega fiksnega deviznega tečaja ali režimu uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja mednarodne devizne rezerve v zlatu in devizah ali pa samo v devizah. V režimu popolnoma fleksibilnih deviznih tečajev pa deviznih rezerv teoretično sploh ne bi potrebovali, ker bi sprememba deviznega tečaja v trenutku avtomatično odpravila vsako plačilnobilančno neravnotežje (Salvatore, 2007, str. 764; Mrak, 2002, str. 300).

Salvatore (2007, str. 764) meni, da dober mednarodni denarni sistem pospešuje pretok mednarodne trgovine in investicij in vodi do pravične porazdelitve koristi mednarodne menjave med posamezne države, vključene v ta sistem. To lahko ocenjujemo glede na temeljne značilnosti, ki jih ima vsak mednarodni denarni sistem (Mrak, 2002, str. 300):

- »plačilnobilančno prilagajanje,
- zagotavljanje mednarodne likvidnosti in
- konsistentnost sistema ter zaupanje vanj«.

Dober mednarodni denarni sistem (Salvatore, 2007, str. 764; Mrak, 2002, str. 303, 305–306):

- je tisti, ki minimizira stroške in čas, potreben za odpravljanje plačilnobilančnega neravnotežja;
- mora državam s plačilnobilančnim primanjkljajem zagotavljati tolikšno mednarodno likvidnost, ki jih ne bi silila v prehitro in preostro plačilnobilančno prilagajanje, ki bi jih vodilo v deflacijo, in hkrati ne sme delovati inflatorno na svetovno gospodarstvo zaradi prevelike likvidnosti;
- prisili države, ki so vključene vanj, da se držijo določenih pravil igre in s tem zagotavljajo konsistentnost sistema in s tem povezano zaupanje vanj.

Mrak (2002, str. 306–307) je mnenja, da so se v ta namen izoblikovali štirje mehanizmi za oblikovanje konsistentnega mednarodnega denarnega sistema, ki sočasno odpravljajo plačilnobilančna neravnotežja in zagotavljajo mednarodno likvidnost:

- »mehanizem avtomatičnega prilagajanja,
- sistem n–1,
- sistem mednarodne koordinacije in
- sistem monetarne unije«.

Pomembno pa je tudi opozoriti, da je v preteklosti dejanski mednarodni denarni sistem samo izjemoma deloval samo v obliki enega od naštetih teoretičnih mehanizmov. Veliko pogosteje je bil kombinacija dveh ali celo več posameznih mehanizmov (Mrak, 2002, str. 307).

Sedanji mednarodni denarni sistem, ki je nastal po propadu brettonwoodskega sistema n–1 leta 1973, je sistem mednarodne koordinacije, ki temelji na koordinaciji ekonomskih politik svetovnih gospodarskih velesil, vključno s koordinacijo gibanja njihovih deviznih tečajev. Gre za sistem, ki je po svojih značilnostih nekje med enim izmed dveh sistemov s fiksnim deviznim tečajem (sistemom n–1 ali sistemom avtomatičnega plačilnobilančnega prilagajanja s fiksnim deviznim tečajem) in sistemom avtomatičnega plačilnobilančnega prilagajanja s popolnoma fleksibilnim deviznim tečajem (Mrak, 2002, str. 312).

Marca 1973 je večina predvsem največjih držav prešla na sistem fleksibilnih deviznih tečajev. Valute manjših držav pa so ostale navezane na eno ali več mednarodno pomembnejših valut (Mrak, 2002, str. 368). V sistemu mednarodne koordinacije ima prav izbor deviznega režima ključno vlogo pri plačilnobilančnem prilagajanju in s tem obsegu mednarodne koordinacije (Mrak, 2002, str. 312).

Ker rezervno valuto centralne banke uporabljajo za zaščito pred plačilnobilančnimi krizami (Prasad, 2014, str. 231), ima ta v mednarodnem denarnem sistemu še posebno pomembno vlogo. Z uvedbo fleksibilnih deviznih tečajev leta 1973 se je vloga ameriškega dolarja kot rezervne in intervencijske valute deloma zmanjšala, vendar ne bistveno (Ribnikar, 1999b, str. 84–85).

2.4 Potrebni pogoji za status mednarodne valute

Da valuta pridobi status mednarodne valute, ji ni treba izpolnjevati nikakršnega formalnega pogoja. Frankel (1995, str. 4–5) meni, da na to vplivajo naslednji pogoji:

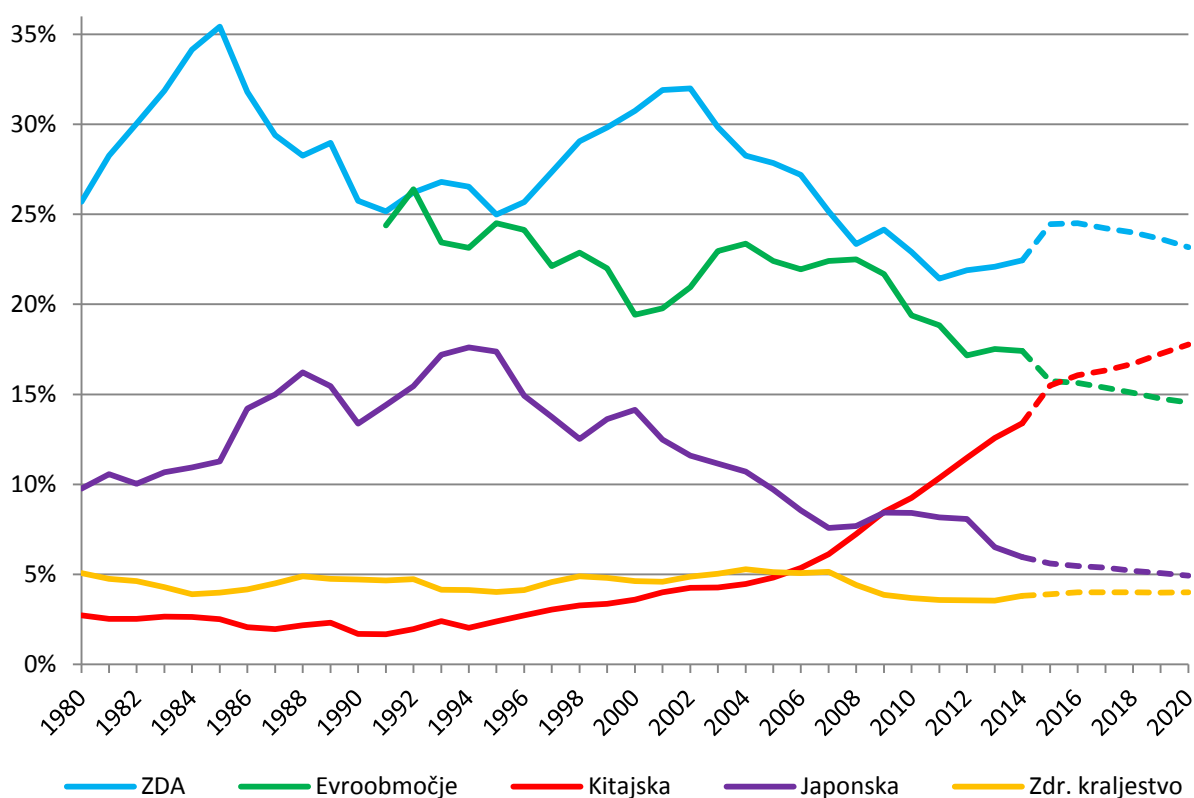
- velikost produkcije in trgovine,
- razvitost njenega finančnega trga,
- zaupanje v valuto in
- zgodovina oziroma mrežne eksternalije.

2.4.1 Velikost produkcije in trgovine

Valuta države, ki ima velik delež v svetovnem proizvodni, trgovini in finančni, ima že sama po sebi veliko prednost pred ostalimi, da pridobi status mednarodne valute. ZDA so še zmeraj država z največjim BDP in uvozom in drugi največji izvoznik na svetu, zato status ameriškega dolarja kot vodilne svetovne mednarodne valute ni presenetljiv (Frankel, 1995, str. 4; CIA, 2016). Ta status je bil do evrske finančne krize vse bolj izzvan s strani evra (Prasad, 2014, str. 17–18), ki je z začetkom leta 2015 postal uradna valuta že v 19. državah članicah EU (CIA, 2016).

Ker velikost gospodarstva predstavlja osnovo za mednarodno moč valute, na Sliki 2 prikazujem primerjavo velikosti gospodarstev držav z danes najpomembnejšimi mednarodnimi valutami in Kitajske približno od začetka kitajskih gospodarskih reform. Opazimo lahko dvojnost med vzponom Kitajske, še zlasti po letu 2001, ko je Kitajska postala polnopravna članica Svetovne trgovinske organizacije (Saje, 2015, str. 524), in v najboljšem primeru stagnacijo deleža gospodarstev z uveljavljenimi mednarodnimi valutami (IMF, 2015d).

Slika 2: Odstotni deleži držav ali valutnih območij v svetovnem bruto domačem proizvodu v obdobju 1980–2020



Legenda: V obdobju 2015–2020 gre za napovedi.

Vir: IMF, World Economic Outlook Database, October 2015, 2015d.

Kitajska je od leta 2009, ko je prehitela Japonsko, drugo največje nacionalno gospodarstvo na svetu za ZDA in je v letu 2014 predstavljala 13,4 % svetovnega gospodarstva. Po napovedih IMF naj bi leta 2016 po velikosti prehitela t.i. evroobmočje; EU in ZDA pa ne bo dohitela pred letom 2020. Vzpon Kitajske med svetovne gospodarske velesile daje tako renminbiju dobro osnovo, da postane pomembna mednarodna valuta (IMF, 2015d).

Glede na to, da se med valutami s pomembno mednarodno vlogo ne pojavljajo valute majhnih in srednje velikih držav z visoko razvitim gospodarstvom, lahko sklepamo, da ima pri uveljavitvi mednarodne vloge valuta večji pomen velikost njenega gospodarstva (BDP) kot njegova razvitost (BDP na prebivalca).

Kitajska je od leta 2013, ko je prehitela ZDA, država z največjo trgovinsko menjavo (glej Prilogo 4). Leta 2014 je njen delež v svetovni blagovni trgovini znašal 11,3 %, še leta 1998 zgolj 2,9 %. Kitajska je danes največja svetovna izvoznica z 12,3-odstotnim deležem svetovnega blagovnega izvoza v letu 2014 (glej Prilogo 3) in druga največja uvoznica. Vse to daje renminbiju dobre temelje, da začne pridobivati večjo vlogo v svetovnem gospodarstvu (World Bank, 2016).

2.4.2 Razvitost finančnega trga

Prasad (2014, str. 240) razvitost finančnega trga meri po treh merilih:

- **širini** (dostopnost širokega nabora različnih finančnih instrumentov, vključno s trgi za zavarovanje tveganja),
- **globini** (velika količina posameznega finančnega instrumenta na specifičnem trgu) in
- **likvidnosti** (visok trgovalni promet).

Da valuta neke države pridobi status mednarodne valute, morata biti njen denarni in kapitalski trg ne samo odprta in brez nepotrebnega nadzora, ampak tudi velika, globoka in zelo dobro razvita. Tako na primer velika finančna trga v New Yorku in Londonu vsekakor koristita ameriškemu dolarju in britanskemu funtu v primerjavi z evrom in japonskim jenom, ker sta bolj razvita od trgov v Frankfurtu in Tokiu (Chinn & Frankel, 2005, str. 14–15). Razvit finančni trg tako predstavlja predpogoj za internacionalizacijo renminbija. Poleg tega pa naj bi tudi internacionalizacija renminbija pospešila razvoj finančnega sektorja. Tako naj bi koristila rasti Šanghaja kot mednarodnega finančnega središča (Zhang & Tao, 2014, str. 9). Renminbiju na poti do statusa mednarodne valute vsekakor lahko pomagata ugled in moč hongkonškega finančnega središča (Prasad, 2014, str. 238), hkrati pa se s povečevanjem vpliva kitajske valute krepí tudi sam.

Kljub nedavnemu napredku Prasad (2014, str. 242–243) meni, da bo internacionalizacija renminbija na srednji rok otežena zaradi slabe razvitosti kitajskega finančnega trga, ki zaostaja v mnogih ozirih. Prasad (2016, str. 53–54) meni, da so se kitajski finančni trgi v zadnjem desetletju

izboljšali, vendar kljub vsemu še zmeraj obstajajo velike vrzeli, predvsem kar se tiče velikosti in likvidnosti dolžniških trgov. Da bi se povečala mednarodna uporaba renminbija, se bosta prav tako morali izboljšati struktura in kvaliteta dolžniških trgov. Če bo renminbi hotel postati prava mednarodna valuta, bo morala Kitajska tujim uradnim in zasebnim investitorjem dati večji dostop do relativno varnih v renminbiju denominiranih sredstev na dolžniških trgih.

Samo v letu 2015 je kitajski obvezniški trg zrasel za dobrih 30 % in tako po tržni vrednosti prehitel japonskega in postal drugi največji na svetu za tistim v ZDA. Konec leta 2015 je vrednost obveznic znašala 48 bilijonov juanov oz. 7,2 bilijona ameriških dolarjev, kar je merjeno z deležem v BDP predstavljalo dobrih 70 % BDP. V ZDA je ta delež znašal dobrih 150 %, na Japonskem pa okoli 200 % BDP. Delež obveznic v lasti tujih vlagateljev je z okoli 9 % pod povprečjem trgov v razvoju, kjer znaša okoli 13 % (Sekulič Laffita, 2016, str. 30).

Na splošno naj bi velik finančni sektor skupaj z močno centralno banko deloval tudi kot protiutež političnim pritiskom izvoznega sektorja po devalvaciji valute, da bi si s tem povečal prodajo v tujino (Frankel, 1995, str. 5). To je še zlasti pomembno za Kitajsko, kjer ima izvozni sektor nadpovprečno velik pomen, saj delež izvoza zavzema okoli četrtno BDP, kar je skoraj dvakrat toliko kot v ZDA (glej prilogo 5) (World Bank, 2016).

2.4.3 Zaupanje v valuto

Da nekdo sploh uporablja valuto, je zaupanje vanjo ključno, pri mednarodni valuti pa je to še pomembnejše. Tudi če se mednarodna valuta uporablja samo kot merilo vrednosti, je nujen pogoj za njeno uporabo, da njena vrednost ne niha preveč. Vendar pa različni subjekti v njej hranijo svoja sredstva (podjetja imajo obratna sredstva valut, s katerimi poslujejo, investitorji imajo v lasti mednarodne obveznice, centralne banke hranijo devizne rezerve), zato je zelo pomembno zaupanje v stabilnost valute in odločilno, da njene vrednosti v prihodnosti ne bo uničila inflacija (Frankel, 1995, str. 5).

2.4.4 Zgodovina oziroma mrežne eksternalije

Vrednost mednarodne valute, tako kot tudi domače, izhaja iz tega, da jo uporabljajo tudi drugi. To je klasičen primer mrežnih eksternalij. Pri mrežnih eksternalijah gre za t.i. mrežni učinek, kjer vsaka dodatno uporabljena enota povzroči povečanje vrednosti tudi vsem ostalim enotam. Tipični primeri so telefonsko omrežje, internet, elektronska pošta, družbena omrežja itd. V tem smislu so resnične značilnosti valute manj pomembne kot zgodovinske okoliščine, zato obstaja močna inercialna nagnjenost po uporabi valute, ki se je že do sedaj uporabljala kot mednarodna valuta (Chinn & Frankel, 2005, str. 16; Network Effects, 2016).

Tako je britanski funt ostal pomembna mednarodna valuta še dolgo po tem, ko je Združeno kraljestvo izgubilo svojo vlogo gospodarske supersile na začetku 20. stoletja. Danes to dejstvo

deluje v prid nadaljevanju vloge ameriškega dolarja kot vodilne valute (Chinn & Frankel, 2005, str. 16) in s tem odlaga potencialno večjo mednarodno vlogo renminbija v prihodnost.

Drug vidik mrežnih eksternalij so ekonomije povezanosti (angl. *economies of scope*). Posameznik (izvoznik, uvoznik, posojilodajalec, posojilojemalec ali valutni trgovec) bo v svojih transakcijah bolj verjetno uporabil valuto, ki jo uporabljajo vsi drugi. Če se valuta množično uporablja za fakturiranje trgovine, se bo bolj verjetno uporabljala tudi za obračunavanje finančnih transakcij. Če se veliko uporablja za finančne transakcije, se bo bolj verjetno uporabljala tudi kot posredniška valuta v deviznem trgovanju. Če se uporablja kot posredniška valuta, je bolj verjetno, da jo bodo majhne države uporabljale kot sidrno valuto in nanjo vezale svoje valute (Chinn & Frankel, 2005, str. 16). Te države jo bodo potem uporabljale kot rezervno valuto. In tako dalje. Tudi ekonomije povezanosti otežujejo večjo mednarodno vlogo renminbija.

3 INTERNACIONALIZACIJA RENMINBIJA

Internacionalizacija renminbija pomeni njegov prenos izven Kitajske in omogočanje nerezidentom, da ga hranijo v tujini v znatnih količinah in uporabljajo za rutinska plačila, poravnave, investicije in rezerve (Guo, 2012). Bergsten (v Zhang & Tao, 2014, str. 4) meni, da je internacionalizacija katerekoli nacionalne valute v osnovi tržno voden proces. Yu (2014, str. 3) trdi, da je Kitajska tako edina država, ki se je kadarkoli proaktivno lotila internacionalizacije svoje valute na lastno pobudo in jo celo razglasila za nacionalno politiko.

Vsaka valuta mora za polno internacionalizacijo izpolnjevati določene predpogoje. Kitajska nima popolne konvertibilnosti valute na kapitalsko-finančnem računu plačilne bilance (v nadaljevanju kapitalski račun) in fleksibilnega oziroma tržno določenega deviznega tečaja valute, kar sicer otežuje, ne pa preprečuje, internacionalizacijo njene valute (Prasad, 2014, str. 230–231). Petnajst let po začetku gospodarskih reform je Centralni komite Komunistične partije novembra 1993 izdal dokument, v katerem se je zavzel za dolgoročni cilj uvedbe sistema fleksibilnega deviznega tečaja renminbija in njegovo popolno konvertibilnost (Bloomberg, 2015b).

3.1 Liberalizacija deviznega tečaja

Po sprejetju reform je Kitajska marca 1979 ustanovila Državno upravo za devize (angl. *State Administration of Foreign Exchange* – SAFE) za nadzor nad valutnimi ukrepi in zanje pooblastila PBoC. Da bi spodbudila izvoz, je Kitajska v letih od 1981 do 1984 vodila politiko drugačnega deviznega tečaja za zunanjetrgovinske namene (Bloomberg, 2015b).

Liberalizacija deviznega tečaja se je deklarativno začela novembra 1993. Z začetkom leta 1994 je država poenotila uradni in tržni tečaj na 8,7 juana za ameriški dolar in uvedla sistem uravnavanega drsečega deviznega tečaja (angl. *managed floating exchange-rate system*) na osnovi tržne ponudbe in povpraševanja. Kljub temu je bila od takrat naprej vrednost renminbija dobrih enajst let skoraj fiksno vezana na vrednost ameriškega dolarja (Bloomberg, 2015b).

Mrak (2002, str. 96–97) ugotavlja, da je za ta režim deviznega tečaja značilno, da monetarne oblasti na osnovi ekonomskih analiz na diskrecijski način določijo devizni tečaj, ki naj bi bil najprimernejši in se mu poskušajo z intervencijami na deviznem trgu kar najbolj približati. Z intervencijami lahko samo stabilizirajo kratkoročna nihanja tečaja, lahko pa tudi zavestno dolgoročno odlagajo njegovo nujno prilagoditev. Tak primer je namerno podcenjevanje vrednosti valute, da bi spodbudili izvoz države.

PBoC je 21. julija 2005 odpravila vezavo renminbija na ameriški dolar in prešla na sistem, ki je temeljil na tržni vrednosti večjega števila valut. Obenem je omogočila, da lahko valuta skozi trgovalni dan niha navzgor ali navzdol za največ 0,3 % okoli njene vsak dan znova objavljene referenčne vrednosti, izračunane na podlagi košarice valut. Maja 2007 je PBoC razširila dnevni trgovalni pas, v katerem se lahko giblje valuta, na $\pm 0,5$ %, aprila 2012 na ± 1 % in marca 2014 na ± 2 % (Bloomberg, 2015b).

Sredi avgusta 2015, po turbulenci na kitajskih borzah, je PBoC najavila, da se bo odslej devizni tečaj renminbija bolj prosto gibal v skladu s tržnimi načeli. Do takrat je PBoC določila dnevni fiksni tečaj, okoli katerega se je lahko valuta gibala, tam, kjer je kitajsko vodstvo mislilo, da bi moral biti. Od 11. avgusta 2016 pa morajo vzdrževalci trga, ki pošiljajo PBoC dnevne cene renminbija v ameriških dolarjih zjutraj pred odprtjem trga, s pomočjo katerih PBoC določi centralno pariteto, pri oblikovanju te cene upoštevati zaključni tečaj medbančnega deviznega trgovanja preteklega dne ter ponudbo in povpraševanje in gibanje glavnih valut na deviznem trgu. PBoC si kljub temu še vedno pridržuje pravico stabilizirati vrednost tečaja po svoji volji (Anderlini, 2016; PBoC, 2015b). To bo povzročilo, da bo devizni tečaj prevzel večjo vlogo avtomatičnega plačilnobilančnega stabilizatorja.

3.2 Internacionalizacija renminbija

V skladu s svojo tradicijo gradualističnega pristopa h gospodarskim in finančnim reformam se je Kitajska enako lotila tudi internacionalizacije svoje valute (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 4). Aprila 1994 je zagnala svoj devizni trgovalni sistem (angl. *China Foreign Exchange Trading System*) v Šanghaju, ki je omogočal trgovanje in poravnavo renminbija z ameriškim dolarjem, japonskim jenom in hongkonškim dolarjem. Trgovanje je bilo dovoljeno samo za namene tekočega računa. Decembra 1996 je renminbi postal prosto konvertibilen na tekočem računu, hkrati pa je Kitajska dovolila tujim bankam v šanghajskem okrožju Pudong izvrševanje transakcij v renminbiju (Bloomberg, 2015b).

Konvertibilnost kapitalskega računa izraža stopnjo odprtosti države za prilive in odlive finančnega kapitala. Odprt kapitalski račun pomeni minimalne omejitve za čezmejne kapitalske tokove, kar pomeni, da se domača valuta lahko prosto zamenja za tuje valute po tržnem deviznem tečaju. Čeprav Kitajska počasi sprošča omejitve na kapitalskem računu, delno tudi zato, da bi spodbudila rabo renminbija kot mednarodne valute, te kljub vsemu ostajajo znatne (Prasad, 2014, str. 231).

Zaradi tega se je Kitajska internacionalizacije svoje valute lotila predvsem z ustvarjanjem zunanjega (angl. *offshore*) trga z renminbijem preko zunanjih (angl. *offshore*) finančnih centrov. Sprva in predvsem v Hong Kongu, kasneje pa tudi v drugih finančnih središčih po svetu (Cheung, 2014, str. 3). Cheung (2014, str. 5) definira zunanji trg valute kot trg, ki opravlja transakcije produktov, denominiranih v valuti, ki je ne izdaja domača jurisdikcija. Pri tem je pomembno, da ne gre samo za devizne transakcije. Kitajske oblasti preko zunanjega trga renminbija ocenjujejo odzive udeležencev na njegovo konvertibilnost in fleksibilnost njegovega deviznega tečaja in njune posledice na svojo sposobnost vodenja kitajskega gospodarstva (Cheung, 2014, str. 11).

Kot prvi testni poligon za internacionalizacijo svoje valute Kitajska uporablja Hong Kong. Kitajska odločitev za Hong Kong je povezana z njegovim edinstvenim gospodarskim in političnim statusom. Že pred ponovno priključitvijo h Kitajski leta 1997 je bil Hong Kong pomembno mednarodno finančno središče z močnimi gospodarskimi vezmi z matično domovino. Po letu 1997 je postal eno od dveh posebnih administrativnih območij v sklopu Kitajske in zadržal svoj pravni in finančni sistem. Tako ima še danes svojo lastno valuto in nima omejitev na kapitalskem računu. Ta razlika v pravnem in finančnem sistemu pa Kitajski omogoča razmeroma enostavno prilagajanje pravil in s tem reguliranje čezmejnih transakcij v renminbiju (Cheung, 2014, str. 7).

Dejanska implementacija internacionalizacije se je začela februarja 2004, ko je Kitajska bankam v Hong Kongu dovolila sprejemanje depozitov v renminbiju ter njegovo zamenjavo in nakazovanje. Pred tem je renminbi krožil izven Kitajske brez kakršnekoli regulacije (Guo, 2012). Kitajska je v pripravi na to že leta 2003 pooblastila banko Bank of China (Hong Kong) za poravnavanje transakcij zunaj celinske Kitajske v renminbiju (Cheung, 2014, str. 8).

Na začetku drugega četrtnetja 2009 je Kitajska nenadoma pospešila internacionalizacijo renminbija. Čeprav bi bil eden izmed mogočih razlogov lahko tudi strah pred razvrednotenjem njenih deviznih rezerv v ameriškem dolarju zaradi kvantitativnega sproščanja ameriške centralne banke (Yu, 2014, str. 3–7), Wu (v Yu, 2014, str. 7–8) meni, da je Kitajska na ta način samo sebe na trd način prisilila k postopni liberalizaciji kapitalskega računa.

Valutni odbor Hongkonška denarna oblast (angl. *Hong Kong Monetary Authority – HKMA*) in PBoC sta 19. julija 2010 podpisala Dodaten memorandum, ki je pomenil prelomnico za trg renminbija v Hong Kongu, saj je, poleg drugih produktov, odobril promptno devizno trgovanje z renminbijem v Hong Kongu. V Hong Kongu se je z renminbijem začelo medbančno devizno trgovanje, katerega rezultat je nastanek zunanjega (angl. *offshore*) deviznega tečaja, ki za notranjim (angl. *onshore*) tečajem velja za "drugi" devizni tečaj renminbija. V samo nekaj letih je vrednost medbančnega promptnega trgovanja z renminbijem v Hong Kongu dosegla povprečno 4 milijarde ameriških dolarjev dnevno, od tega večino med čezmejnimi strankami (Cheung & Rime, 2014, str. 173).

Ne glede na to, da je Hong Kong del Kitajske, ima Kitajska trgovanje z renminbijem v Hong Kongu za zunanji trg. Tako udeleženci na trgu vidijo razliko med renminbijem v Hong Kongu in renminbijem na Kitajskem in so si celo izmislili trgovalni simbol CNH (angl. *Chinese Yuan Hong Kong*, v nadaljevanju CNH) za renminbi, s katerim se trguje v Hong Kongu, za razliko od ustaljenega trgovalnega simbola CNY (angl. *Chinese Yuan*, v nadaljevanju CNY) (Cheung, 2014, str. 7).

CNH devizni tečaj renminbija je teoretično neodvisen tržni tečaj, na katerega kitajske oblasti nimajo vpliva, za razliko od CNY tečaja, ki je pod močnim državnim vplivom. V praksi se dva tečaja zelo malo razlikujeta. V prihodnosti nameravajo Kitajci v Šanghaju ustanoviti središče za izmenjavo renminbija po notranjem in zunanjem tečaju (Chang, 2016, str. 10, 12). Avgusta 2015 je PBoC napovedala namero po združitvi obeh tečajev v enega samega (PBoC, 2015b).

Široka mednarodna uporaba renminbija bo v veliki meri odvisna od tega, koliko renminbijevske likvidnosti v tujini bo dostopne, in od števila pooblaščenih poravnalnih centrov za transakcije v renminbiju v tujini. Da bi olajšala poravnavanje transakcij v renminbiju, je Kitajska, poleg Hong Konga in Macaa, od druge polovice leta 2012 naprej začela pooblaščati še druge tuje finančne centre, ki jih naštevam v Tabeli 2 (Prasad, 2016, str. 58–59).

Tabela 2: Sporazumi o poravnavi renminbija

Država	Datum podpisa	Poravnalna banka	Delež vrednosti plačil (v %)*
Hong Kong	december 2003	Bank of China	69,8
Macao	september 2004	Bank of China	0,4
Singapur	julij 2012	ICBC	6,9
Tajvan	avgust 2012	Bank of China	2,6
Nemčija	marec 2014	Bank of China	0,6
Združeno kraljestvo	marec 2014	China Construction Bank	5,1
Luksemburg	junij 2014	ICBC Luxembourg	0,6
Francija	junij 2014	Bank of China Paris	1,1
Južna Koreja	julij 2014	Bank of Communications of China	2,3
Katar	november 2014	ICBC (Katar)	< 0,4
Malezija	november 2014	Bank of China (Malezija) Berhad	0,4
Avstralija	november 2014	Bank of China (Sydney)	1,5
Kanada	november 2014	ICBC (Kanada)	< 0,4
Tajska	december 2014	ICBC (Tajska)	< 0,4
Švica	januar 2015		< 0,4
Čile	maj 2015	China Construction Bank (Čile)	< 0,4
Južnoafriška republika	julij 2015	Bank of China	< 0,4
Argentina	september 2015		< 0,4

Legenda: *Odstotni delež vrednosti čezmejnih plačil v renminbiju v sporočilih v omrežju SWIFT julija 2015.

Vir: Povzeto in prirejeno po D. Lee et al., *Renminbi's stellar ascension: Are you on top of it?*, 2015, str. 7; E. S. Prasad, *China's Efforts to Expand the International Use of the Renminbi*, 2016, str. 58–59.

Do zdaj jih je pooblastila še 16 v različnih državah in so razširjeni po vsem svetu. Glede na njun mednarodni gospodarski pomen je še najbolj opazna odsotnost pooblaščenih centrov v ZDA in na Japonskem. Glede na interes Kitajske po internacionalizaciji svoje valute lahko omenjeno umanjkanje pripišemo pomanjkanju interesa teh dveh držav. Zaradi pomanjkanja podatkov o vrednosti poravnanih transakcij v zadnjem stolpcu primerjamo delež vrednosti čezmejnih plačil v renminbiju v sporočilih v omrežju Združenja za svetovno medbančno finančno telekomunikacijo (angl. *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*, v nadaljevanju SWIFT), ki upravlja sporočilno omrežje o finančnih transakcijah med finančnimi institucijami. Omrežje mednarodnega SWIFT ni plačilni sistem, ki bi omogočal prenos sredstev in poravnavo transakcije. Pokriva okoli 80 % vseh čezmejnih plačilnih tokov. Vidimo lahko, da se skoraj 70 % vrednosti čezmejnih plačil v renminbiju izvede preko Hong Konga, ki mu z več kot desetkrat manjšim deležem sledita Singapur in Združeno kraljestvo (Prasad, 2016, str. 58–59, 63, 71).

Pomembno pa je poudariti, da čezmejna plačila v renminbiju potekajo tudi preko Kitajske in preko z njene strani nepooblaščenih poravnalnih centrov (ZDA, Japonska, Nizozemska, Belgija itd.) (Prasad, 2016, str. 58–59; SWIFT, 2016, str. 6). Poravnalni centri tako predstavljajo osnovo, s pomočjo katere se renminbi razvija v mednarodno valuto. V nadaljevanju si ga bomo pogledali v njegovih posameznih mednarodnih vlogah.

3.3 Renminbi kot poravnalna oziroma plačilna valuta

V prvih korakih internacionalizacije renminbija se je Kitajska usmerila v spodbujanje njegove mednarodne rabe za namene trgovine (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 5). Glede na to, da imata tako izvoz (glej Prilogo 5) kot uvoz visok delež v njenem BDP in da obseg njene zunanje trgovine v svetovnem merilu strmo raste (glej Prilogo 4), od leta 2013 je Kitajska celo država z največjo trgovinsko menjavo na svetu, se zdi ta poteza več kot logična (World Bank, 2016).

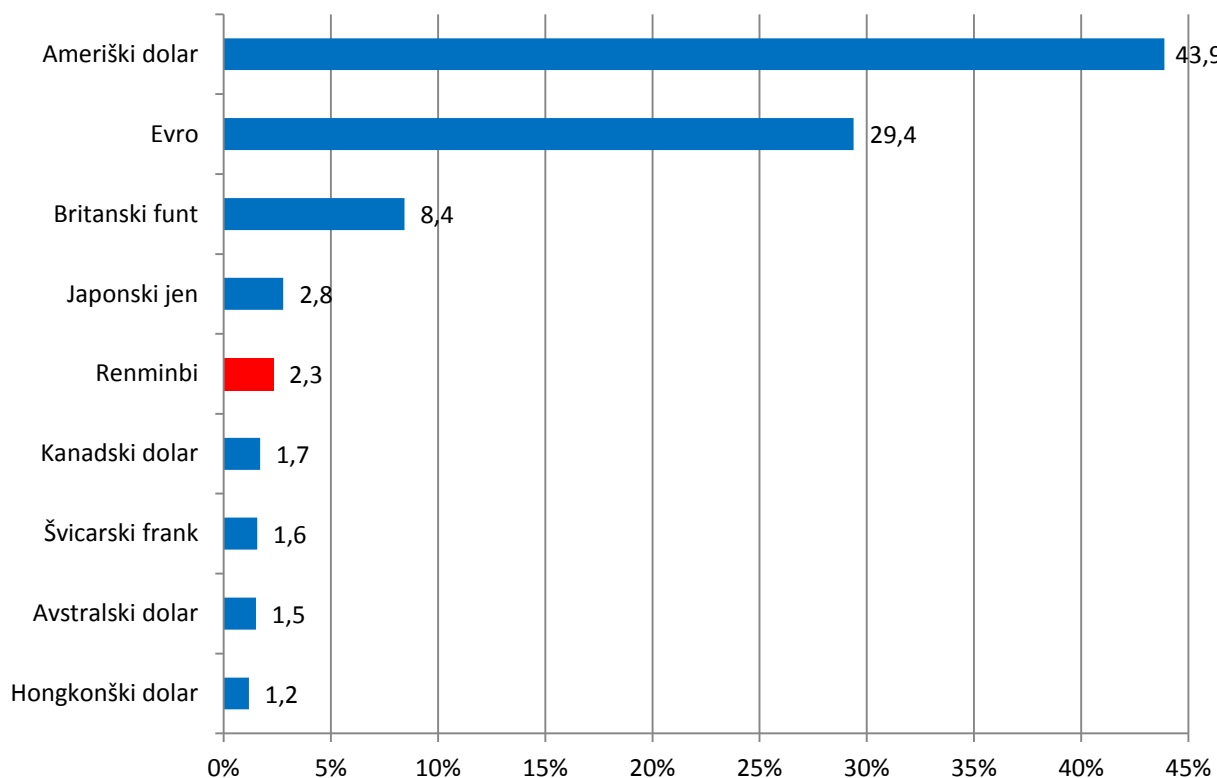
Tako je julija 2009 zagnala pilotno shemo, ki je omogočala trgovinsko poravnavo v renminbiju z Združenjem držav Jugovzhodne Azije (angl. *Association of Southeast Asian Nations – ASEAN*), Hong Kongom in Macaom v petih kitajskih mestih: Šanghaju, Guangzhou, Shenzhenu, Dongguanu in Zhuhaiu. Sredi leta 2010 je shemo razširila na 20 provinc in potem na celo državo za trgovino s katerokoli državo sveta (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 5).

Sledil je izreden vzpon poravnave kitajske zunanje trgovine v renminbiju. Kot prikazujem v Prilogi 10, je iz praktično nič leta 2009 v samo petih letih narasla na 6,55 bilijona juanov (PBoC, 2015a, str. 175). Njegova raba se je v treh letih povečala za skoraj 17-krat, in sicer od skromnega 1 % kitajske trgovine poravnane v domači valuti v 2. četrtletju leta 2010 do 16,5 % v 2. četrtletju 2013 (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 5). V 1. četrtletju 2015 se je povzpela že na okoli 23 % vse kitajske mednarodne trgovine (Prasad, 2016, str. 55). Glede na to, da ta delež znaša na Japonskem 30–40 % in v evroobmočju 50–60 %, obstaja še prostor za njegovo povečanje. Chan (2014) meni, da bi renminbi delež 30–60 % lahko dosegel v prihodnjih 5 do 10 letih.

Nekoliko dvomov v uporabo renminbija v trgovini s Kitajsko vnaša podatek, da se je od začetka sheme več kot 80 % te trgovinske poravnave odvijalo s Hong Kongom (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 5). Otero-Iglesias (2014, str. 177–178) meni, da naj bi pri tem bolj kot za dejanske trgovinske dejavnosti šlo za izkoriščanje priložnosti po valutni arbitraži zaradi razlike med deviznima tečajema v celinski Kitajski in Hong Kongu. Na začetku je bila trgovinska poravnava v renminbiju močno na strani kitajskega uvoza, saj je bilo konec leta 2010 razmerje med prejemki in plačili kar 1:5,5. Vzrok temu bi lahko bilo začetno pomanjkanje kitajske valute v tujini in pričakovanje njene apreciacije. To razmerje se postopoma zmanjšuje, saj je leta 2011 znašalo 1:1,7, v prvi polovici leta 2013 pa samo še 1:1,3 (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 5). Je pa takšno razmerje dobro za povečevanje renminbijevske likvidnosti v tujini.

Dober pokazatelj naraščajoče vloge renminbija je njegov razvoj kot plačilne valute. Po podatkih mednarodnega SWIFT je bil renminbi decembra 2015, kot prikazujem na Sliki 3, peta najbolj uporabljena valuta po vrednosti globalnih čezmejnih plačil. Kljub temu je njegova vloga še vedno obrobna, saj je bil njegov delež decembra 2015 samo 2,3 %. Kot lahko vidimo, je trg plačilnih valut visoko skoncentriran na le nekaj valut; vsaka naslednja ima precej manjši odstotni delež. Najpogostejše uporabljena čezmejna plačilna valuta je bil ameriški dolar (43,9 %), ki mu z omembe vrednima deležema sledita le evro (29,4 %) in britanski funt (8,4 %). Delež renminbija tako ni dosti večji od deleža valut nekaterih precej manjših držav (SWIFT, 2016, str. 5).

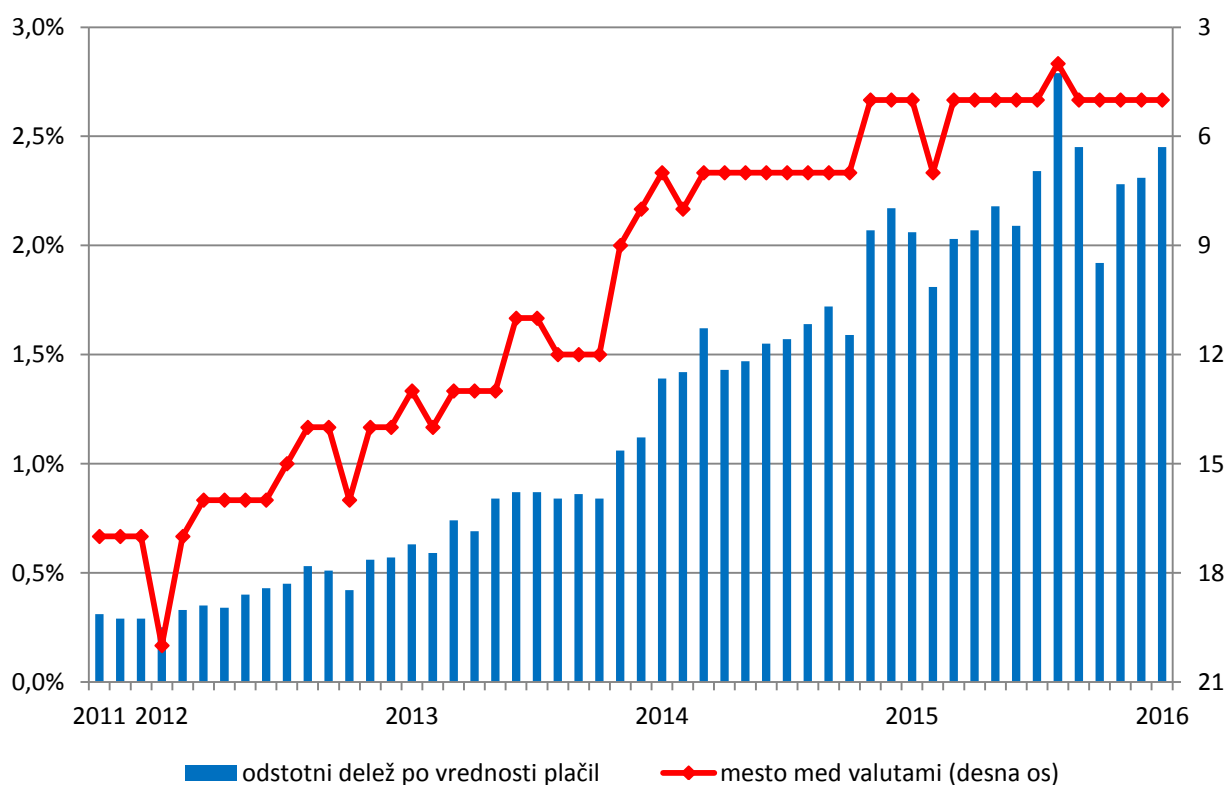
Slika 3: Odstotni deleži valut po vrednosti čezmejnih plačil decembra 2015 v sporočilih v omrežju SWIFT



Vir: SWIFT, RMB Tracker, 2016, str. 5.

Vseeno pa moramo ugotoviti, da se vrednost čezmejnih plačil v renminbiju izjemno hitro povečuje. Kot prikazujem na Sliki 4, je v januarju 2012 delež čezmejnih plačil v renminbiju znašal komaj četrtno odstotka, kar je zadostovalo za 20. mesto med valutami, samo štiri leta kasneje pa že skoraj desetkrat več. Še oktobra 2010 je bil renminbi 35. najpogosteje uporabljena valuta, že v avgustu 2015 pa se je, sicer samo za en mesec, povzpел celo na 4. mesto pred japonski jen, ko je bilo z njim opravljenih že 2,79 % vseh čezmejnih plačil (SWIFT, b.l.; SWIFT, 2011, str. 2). Glede na to, da je Kitajska država z največjo blagovno trgovinsko menjavo in je njen delež v svetovni blagovni trgovini leta 2014 znašal 11,3 % (glej Prilogo 4), lahko sklepamo, da ima renminbi kot mednarodna plačilna valuta še veliko prostora za rast (World Bank, 2016).

Slika 4: Odstotni delež renminbija po vrednosti čezmejnih plačil v sporočilih v omrežju SWIFT in njegovo mesto med najbolj uporabljanimi valutami v omrežju SWIFT v obdobju oktober 2011–januar 2016



Vir: SWIFT, RMB Tracker document centre, b.l.

Teritorialno porazdelitev čezmejnih plačil v renminbiju predstavljam v Prilogi 11. Opazna je izredna koncentracija plačil v Hong Kongu, saj gre preko njega več kot 70 % renminbijevskega čezmejnega plačilnega prometa. Zanimivo je, da je Kitajska šele na četrtem mestu (3,4 %), za Singapurjem in Združenim kraljestvom (oba po 5,2 %), in ne dosega niti dvajsetine hongkonškega obsega. Pomenljivo je, da večina plačil poteka preko držav, ki imajo s strani Kitajske pooblaščen poravnavalni center za renminbi. Plačila pa potekajo tudi preko držav brez takega centra (ZDA (2,7 %), Japonska, Belgija, Nizozemska itd.) (SWIFT, 2016, str. 6; Prasad,

2016, str. 58–59). Kljub čedalje večji konkurenci podobnih centrov v Londonu, Singapurju in Tajpeju je hongkonški zadržal vodilno pozicijo, saj preko njega poteka večina globalnega plačilnega prometa z zunanjim renminbijem (Cheung, 2014, str. 7).

S hitrim povečevanjem kitajske trgovinske menjave se je posledično močno povečal obtok renminbija v sosednjih državah. Po nekaterih podatkih naj bi se že 80 % trgovine na kitajskih kopenskih mejah s sosednjimi državami poravnalo v renminbiju (Guo, 2012). V Mongoliji je 60 % gotovine v obtoku v renminbiju. V Koreji je sprejet v trgovinah in restavracijah. V Vietnamu se renminbi lahko zamenja preko neuradnega bančništva. Ko se bo podpisal nov sporazum med kitajskimi in tajvanskimi bankami, se bo lahko renminbi zakonito zamenjalo na Tajvanu. V Laosu in Burmi je renminbi priljubljen v obmejni provincah s Kitajsko. Kambodža in Nepal sta razglasila, da je renminbi na njunih trgih dobrodošel (Gao & Yu, 2011, str. 109).

Decembra 2015 je Zimbabve sporočil, da bo leta 2016 dodal kitajski renminbi med zakonita plačilna sredstva in tako postal prva država izven Kitajske, kjer je ta priznan kot uradna valuta. Zimbabve je svojo valuto, zimbabvejski dolar, zaradi hiperinflacije opustil leta 2009 in za zakonita plačilna sredstva priznal južnoafriški rand, ameriški dolar in britanski funt (Luedi, 2016).

3.4 Renminbi kot posredniška valuta

V svoji vlogi kot mednarodno menjalno sredstvo se je renminbi razvil tudi kot valuta za mednarodne finančne transakcije. Banka za mednarodne poravnave iz Basla (angl. *Bank for International Settlements – BIS*) od leta 1989 vsake tri leta pripravi študijo o vrednosti in strukturi svetovnih deviznih trgov (angl. *foreign exchange market*). Povprečni dnevni obseg trgovanja z valutami je aprila 2013 znašal 5,3 bilijona (5.345 milijard) ameriških dolarjev, kar je 35 % več kot aprila leta 2010, ko je znašal 4 bilijone. Največji delež teh transakcij predstavljajo devizne zamenjave (42 %) in promptne devizne transakcije (38 %) (BIS, 2013, str. 3, 9).

V Tabeli 3 predstavljam odstotne deleže prvih devetih najbolj trgovanih valut na svetovnih deviznih trgih. Ker sta v vsako valutno transakcijo vključeni dve valuti, je vsota deležev vseh valut 200 %. Razberemo lahko, da je devizno trgovanje visoko skoncentrirano na le nekaj glavnih valut. Vidimo, da ima daleč največji delež v trgovanju vseskozi ameriški dolar. Kljub zmanjševanju relativnega deleža ameriškega gospodarstva v svetovnem (IMF, 2015d) ameriški dolar skozi leta ohranja svoj delež in s tem status vodilne svetovne posredniške valute. Sledi mu evro, kjer je leta 2013 dobro viden občuten padec njegovega deleža, verjetno zaradi evrske dolžniške krize v prvi polovici 2010. let. S tem je dosegel najnižjo točko od nastanka skupne evropske valute. Sledita mu japonski jen in britanski funt (BIS, 2013, str. 10).

Tabela 3: Odstotni deleži valut v povprečnem dnevnem aprilskem trgovanju na svetovnih deviznih trgih v obdobju 1998–2013

	1998	2001	2004	2007	2010	2013
Ameriški dolar	86,8	89,9	88,0	85,6	84,9	87,0
Evro		37,9	37,4	37,0	39,1	33,4
Japonski jen	21,7	23,5	20,8	17,2	19,0	23,0
Britanski funt	11,0	13,0	16,5	14,9	12,9	11,8
Avstralski dolar	3,0	4,3	6,0	6,6	7,6	8,6
Švicarski frank	7,1	6,0	6,0	6,8	6,3	5,2
Kanadski dolar	3,5	4,5	4,2	4,3	5,3	4,6
Mehiški peso*	0,5	0,8	1,1	1,3	1,3	2,5
Kitajski renminbi*	0,0	0,0	0,1	0,5	0,9	2,2
Skupaj	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0

Legenda: *Vrednost obsega trgovanja pred letom 2013 je lahko podcenjena.

Vir: BIS, Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results, 2013, str. 10.

Vloga kitajske valute v globalnem deviznem trgovanju narašča v skladu z naporimi za njegovo internacionalizacijo. V zadnjem triletnem obdobju se je vrednost transakcij z njo povečala s 34 na 120 milijard ameriških dolarjev dnevno, večinoma na račun izjemnega povečanja trgovanja na zunanjih trgih. Delež renminbija kljub izjemno hitri relativni rasti ostaja v absolutnem smislu na zanemarljivih 2,2 % od 200 %, saj je začel praktično z ničle (BIS, 2013, str. 5, 10). Kot nazorneje predstavljam v Prilogi 12, so bile aprila 2013 pred njim tudi nekatere valute držav z nekajkrat manjšim gospodarstvom od kitajskega. Celo mehiški peso, valuta še ene hitro razvijajoče se države v razvoju (BIS, 2013, str. 10; IMF, 2015d).

Boljši vpogled v rast renminbija dobimo, če pogledamo njegovo mesto na lestvici najbolj trgovanih valut na deviznih trgih, kjer opazimo njegov ogromen preskok, saj se je v zadnjem ducatu let uspel prebiti za šestindvajset mest navzgor, na 9. mesto. Kot prikazujem v Prilogi 13, so prva štiri mesta na lestvici konstantno zasedale iste valute: ameriški dolar, evro, japonski jen in britanski funt. V zadnjem triletnem obdobju lahko opazimo upad hongkonškega dolarja na lestvici, ki je verjetno povezan prav z vzponom renminbija. Ker gre, kot rečeno, za visoko skoncentriran trg, je vpliv silovitega vzpona renminbija na valutno strukturo deviznega trgovanja zanemarljiv (BIS, 2013, str. 10). Po podatkih PBoC (2015a, str. 69) naj bi bil renminbi leta 2014 že šesta najpogostejše trgovana valuta na deviznih trgih z 1,82-odstotnim celotnim tržnim deležem.

Če pogledamo geografsko razporeditev trgovanja na deviznih trgih aprila 2013, lahko ugotovimo, da je Hong Kong na visokem petem mestu s 4,1-odstotnim deležem. Pred njim so samo Združeno kraljestvo (41 %), ZDA (19 %), Singapur (5,7 %) in Japonska (5,6 %). Gleda na to, da se na Kitajskem odvija samo 0,7 % deviznega trgovanja, je vloga Hong Konga, kot

pomembnega finančnega trga, za Kitajsko vsekakor prednost pri internacionalizaciji renminbija (BIS, 2013, str. 14).

Od leta 2010 je Kitajska spodbujala tudi neposredno trgovanje renminbija z nedolarskimi valutami, da bi odpravila potrebo po vmesnem kupovanju in prodajanju ameriškega dolarja kot posredniške valute. Za neposredno valutno trgovanje se je dogovorila z Malezijo (avgusta 2010), Rusijo (novembra 2010), Japonsko (decembra 2011, veljavno junija 2012) in Avstralijo (aprila 2013). Ob dogovoru z Japonsko je japonski centralni banki omogočila, da bo ta med svojimi deviznimi rezervami imela v renminbiju denominiran državni dolg in spodbujala japonska podjetja k izdajanju obveznic v kitajski valuti (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 9). Junija 2014 se je začelo še neposredno trgovanje med renminbijem in britanskih funtom na šanghajskem deviznem trgu. Konec septembra istega leta pa še med renminbijem in evrom na kitajskem medbančnem deviznem trgu (Bloomberg, 2015b; Prasad, 2016, str. 123–124).

3.5 Renminbi kot intervencijska valuta

Od konca leta 2008 je Kitajska sklenila serijo bilateralnih sporazumov s centralnimi bankami o valutnih zamenjavah (angl. *currency swap*) renminbija z njihovimi valutami, da bi zagotovila tujim monetarnim oblastem dostop do renminbijevske likvidnosti in spodbudila rabo renminbija za mednarodno trgovino in finančne transakcije. Prvi sporazum je PBoC sklenila z Južno Korejo decembra 2008 za 180 milijard juanov s trajanjem 3 leta. Pred iztekom sta državi sporazum podaljšali in podvojili njegovo vrednost na 360 milijard juanov (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 8–9; Prasad, 2016, str. 77).

Sledile so druge države in do septembra 2015 je Kitajska imela sporazume s 34 državami o valutni zamenjavi renminbija. Celotna vsota sporazumov znaša v dolarski protivrednosti približno 500 milijard ameriških dolarjev. Največji sporazum velja s Hong Kongom in znaša 63 milijard ameriških dolarjev. Prva izmed držav G7, ki je sklenila sporazum, je bilo Združeno kraljestvo leta 2013 (Prasad, 2016, str. 77).

Čeprav je vsota bilateralnih sporazumov zaenkrat še razmeroma majhna, valutne zamenjave neposredno prispevajo k večji mednarodni rabi renminbija in navajajo centralne banke na poslovanje z njim (Prasad, 2016, str. 80). Sprva so bili sporazumi o valutnih zamenjavah mišljeni kot likvidnostna podpora, kasneje pa so se usmerili v spodbujanje tujih centralnih bank, da bi med svoje devizne rezerve dodale renminbi (Yu, 2014, str. 11).

3.6 Renminbi kot obračunska valuta

O rabi renminbija kot obračunske valute ni ne uradnih ne neuradnih podatkov, zato lahko o tem samo sklepamo. Večina tujih opazovalcev sklepa, da če je bil renminbi uporabljen za poravnavo trgovinske transakcije, je bil uporabljen tudi kot obračunska valuta. Temu ni nujno tako. Posamični primeri kažejo, da večina kitajskih podjetij, ki so renminbi uporabila za poravnavo

trgovine, ga niso uporabila tudi za njen obračun (Yu, 2014, str. 9). To je pomembno, ker če kitajski izvozniki in uvozniki renminbi uporabijo samo kot poravnalno, ne pa tudi kot obračunsko valuto, ostanejo izpostavljeni valutnemu tveganju (Otero-Iglesias, 2014, str. 178).

3.7 Renminbi kot sidrna valuta

Vloga renminbija kot sidrne valute je praktično nična. Na renminbi ni vezan ali z njim uravnavan devizni tečaj nobene valute. Na ameriški dolar je devizni tečaj vezalo ali ga z njim uravnavalo 49 držav, na evro pa 26 držav (ECB, 2015, str. 8).

3.8 Renminbi kot investicijska in financirna valuta

Na vlogo renminbija kot investicijske in financirne valute močno vpliva dejstvo, da Kitajska nima popolnoma odprtega kapitalskega računa, kar pomeni, da obstajajo omejitve pri čezmejnih kapitalskih tokovih. Kitajska te omejitve postopno bolj sprošča, kot pa v celoti odpravlja (Prasad, 2014, str. 230–231). To počne z ustanavljanjem številnih shem, ki omogočajo vrednostno omejene in kontrolirane kapitalske tokove (Prasad, 2016, str. 13).

V zadnjih letih je Kitajska spodbujala izhodne investicije podjetij in institucionalnih investorjev, vključno s pokojninski skladi in zavarovalnicami, da bi sprostila nekaj pritiska po apreciaciji valute, ki izvira iz dvojnega presežka – na tekočem računu in kapitalskem računu (Prasad, 2014, str. 231–232).

3.8.1 Financiranje mednarodne trgovine v renminbiju

Z naraščanjem kitajske mednarodne trgovine se povečuje tudi vloga renminbija v financiranju mednarodne trgovine. Kot prikazujem v Prilogi 14, je postal celo druga najbolj uporabljana valuta za financiranje mednarodne trgovine, za ameriškim dolarjem in pred evrom. Tako je bilo v avgustu leta 2015 kar 9,1 % vseh dokumentarnih akreditivov (angl. *documentary credit* oz. *letter of credit*) denominiranih v renminbiju. To je še vedno skoraj devetkrat manj kot v ameriškem dolarju, vendar približno 50 % več kot v evru (Lee et al., 2015, str. 9), ki je v mednarodni trgovini verjetno bolj uveljavljena valuta. Gre verjetno za največji relativni delež v posameznem segmentu, ki ga je renminbi zasedel na mednarodni ravni.

3.8.2 Denarni in kapitalski trg renminbija v Hong Kongu

Chan (2014) trdi, da znaša vsota depozitov v zunanjem renminbiju 1,5 bilijona juanov, kar predstavlja samo okoli 1 % tistih znotraj Kitajske (100 bilijonov). To je precej manj kot pri ameriškem dolarju, kjer je kar 30 % dolarskih depozitov izven ZDA, kar kaže na enormen potencial rasti depozitov v zunanjem renminbiju. Kar 70 % depozitov izven Kitajske se nahaja v Hong Kongu. Čeprav so banke v Hong Kongu že februarja 2004 dobile dovoljenje za odpiranje računov v renminbiju, ta možnost ni zaživela v polni meri do sredine leta 2010, ko je Kitajska

razširila že omenjeno shemo za poravnavo svoje zunanje trgovine v renminbiju in odobrila devizno trgovanje z renminbijem v Hong Kongu (Cheung, 2014, str. 8).

Kot prikazujem v Prilogi 15, je vpeljava sheme, ki je omogočila svoboden pretok renminbija za zunanjetrgovinske namene med Kitajsko in Hong Kongom in možnost trgovanja z njim, od julija 2010 povzročila dramatičen porast depozitov v renminbiju v hongkonških bankah. Če je še decembra 2009 delež depozitov v renminbiju znašal zgolj 1,1 % vseh depozitov, se je ta delež dve leti kasneje povzpел že na 9,5 %. Velika rast je povzročila, da je renminbi v Hong Kongu postal druga najpomembnejša tuja valuta za ameriškim dolarjem. Leta 2012 se je stopnja rasti upočasnila, vendar ne zaradi manjše privlačnosti valute, ampak so se investitorji v Hong Kongu preusmerili iz depozitov v druga finančna sredstva, denominirana v renminbiju (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 6; Cheung, 2014, str. 8). Rast se je v letih 2013 in 2014 nadaljevala, leta 2015 pa je prišlo do stabilizacije. V zadnji tretjini leta 2015 je prišlo celo do padca depozitov v renminbiju, vzrok temu pa so verjetno padci na kitajskih borzah v drugi polovici leta (HKMA, 2016b; Baković, 2015b, str. 6).

V Hong Kongu je na voljo tudi financiranje v renminbiju v obliki bančnih posojil. V Prilogi 16 prikazujem, kako so rastla posojila, denominirana v renminbiju. Stanje posojil se vseskozi povečuje in je konec novembra 2015 znašalo že 297,6 milijarde juanov. Posojila, denominirana v renminbiju, rastejo veliko hitreje kot depoziti, saj se razmerje med njima izredno hitro povečuje. Posojila kot delež depozitov so se v slabih petih letih povečala z manj kot 1 % na približno tretjino vrednosti depozitov (HKMA, 2016a, str. 68; HKMA, 2012, str. 58; HKMA, 2016b).

Hongkonški trg renminbija se je od svojega izvora leta 2004 razvil iz primitivnega trga, kjer so prevladovali bančni depoziti v renminbiju, v sofisticirano trgovalno središče, ki ponuja široko paleto v renminbiju denominiranih produktov (Cheung, 2014, str. 7). Izvozniki na Kitajsko bodo zainteresirani za uporabo renminbija samo, če ga bodo imeli možnost reinvestirati (Otero-Iglesias, 2014, str. 178). Zavedajoč se tega se je z uradno podporo kitajskih oblasti v Hong Kongu razvil zunanji v renminbiju denominiran (t.i. dim sum) obvezniški trg. Čeprav je China Development Bank kot prva dim sum obveznice izdala že julija leta 2007, vse do avgusta 2010, ko je ameriška korporacija McDonald's postala prvo tuje zasebno podjetje, ki je izdalo obveznico, ta trg ni pritegnil večje mednarodne pozornosti (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 7; Cheung, 2014, str. 9–10).

Tako v Prilogi 17 prikazujem izredno številčno in vrednostno rast izdaj dim sum obveznic po letu 2010, ki se je potem umirila na dobrih 100 milijard juanov izdaj na leto. Kljub temu se vrednost vseh izdanih obveznic še naprej povečuje in ne kaže nikakršnega znamenja upočasnjevanja. To kaže na poglobljanje omenjenega trga, ki je bil konec leta 2014 vreden že 380,5 milijarde juanov (Legislative Council of the Hong Kong, 2013, str. 5; HKMA, 2016a, str. 68; Chan, 2014).

Daleč največji izdajatelj teh obveznic so finančne institucije, po državi izvora pa dobro polovico predstavljajo izdajatelji iz celinske Kitajske, ki jim sledijo tisti iz Hong Konga. Ker je od maja 2012 tudi nefinančnim institucijam iz celinske Kitajske dovoljeno izdajati omenjene obveznice, lahko pričakujemo, da se bo njihov delež povečal. Posebno mesto med izdajatelji ima kitajsko Ministrstvo za finance, saj vsako leto od leta 2009 izda državne obveznice v vrednosti od 6 do 23 milijard juanov. Poleg velikosti se omenjene izdaje razlikujejo od preostalih tudi po dolgem roku zapadlosti, celo do 30 let. Dolgoročne izdaje so znamenje prizadevanja za izoblikovanje krivulje donosa, ki je nujna za polno delovanje zunanjega renminbijskega obvezniškega trga (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 7–8; Cheung, 2014, str. 9–10).

Obvezniški trgi v renminbiju so nastali tudi v Singapurju, Tajvanu in Združenem kraljestvu. Oktobra 2014 je Združeno kraljestvo postalo prva zahodna država, ki je izdala državno obveznico, denominirano v renminbiju, in sicer v vrednosti 3 milijard juanov. Oktobra 2015 pa je v Londonu kitajsko ministrstvo za finance preko PBoC sploh prvič izdalo obveznico zunaj Kitajske. Enoletni obveznici v vrednosti 5 milijard juanov naj bi že v bližnji prihodnosti sledile izdaje obveznic z daljšim rokom zapadlosti (Prasad, 2016, str. 56–57; Moore & Noble, 2014).

3.8.3 Neposredne tuje investicije v renminbiju

Kitajska je bila leta 2015 tretja največja gostiteljica neposrednih tujih investicij (CIA, 2016). Čeprav kitajske oblasti še vedno nadzorujejo vhodne in izhodne neposredne tuje investicije, se je nadzor v zadnjih letih zmanjšal. Tako se je z nastankom sheme za neposredne izhodne investicije, izpeljane v renminbiju (angl. *Renminbi Outward Direct Investment – RODI*), januarja 2011 poenostavil postopek odobritve uporabe renminbija pri neposrednih izhodnih investicijah kitajskih podjetij (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 6).

Prav tako se je z nastankom sheme za neposredne tuje investicije, financirane z renminbijem (angl. *Renminbi Foreign Direct Investment – RFDI*), oktobra 2011 pospešila njegova uporaba pri investiranju na Kitajsko. Od leta 2012 do tretjega četrtletja 2013 je bila približno tretjina vseh neposrednih tujih investicij denominirana in poravnana v renminbiju. V tretjem četrtletju 2013 je ta delež znašal že 55–60 % (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 6–7). Od leta 2011, ko je bil renminbi uporabljen za 5 % neposrednih tujih investicij na Kitajsko, se je ta delež do začetka leta 2014 povišal na okoli 20 %. Chan (2014) meni, da bi v 5 do 10 letih lahko porasel na do 50 %.

3.8.4 Portfeljske investicije v renminbiju

Še večje kot za neposredne tuje investicije so omejitve za portfeljske investicijske tokove. Z razrahljanjem omejitev za portfeljske investicije v zadnjih letih se je povečal nabor investorjev in finančnih sredstev, ki so dovoljeni v čezmejnih transakcijah v renminbiju (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 7). Kitajsko gospodarstvo se, za razliko od ZDA, precej bolj financira preko državnih bank kot kapitalskih trgov (Rašković, 2016, str. 13). Poleg borze vrednostnih papirjev v Hong Kongu ima Kitajska danes dve borzi. Tako je v prizadevanju po oživljanju tržnega

gospodarstva konec leta 1990 ustanovila borzo v Shenzhen in ponovno odprla, že po prvi opijski vojni ustanovljeno, borzo v Šanghaju, ki je bila zaprta vse od prihoda Komunistične partije na oblast leta 1949 (Baković, 2015a, str. 12).

Delnice na teh dveh borzah so razdeljene v dve kategoriji. Tiste pod oznako "delnice A" so namenjene samo domačim vlagateljem in kotirajo v renminbiju. Vrednost "delnic B" pa je izražena v ameriških dolarjih na šanghajski in v hongkonških dolarjih na shenzenski borzi, z njimi pa lahko trgujejo tako tuji kot domači (od leta 2001) investitorji. Decembra 2002 je bila vpeljana shema za kvalificirane tuje institucionalne vlagatelje (angl. *Qualified Foreign Institutional Investor*, v nadaljevanju QFII), ki je med drugim licenciranim vlagateljem omogočila omejeno trgovanje tudi z v renminbiju denominiranimi "A delnicami". V prihodnosti načrtujejo združitev obeh kategorij delnic v eno samo (Baković, 2015a, str. 12; Prasad, 2016, str. 14–15, 47).

Avgusta 2010 so tuje centralne banke in določeni tuji finančni investitorji dobili dovoljenje, da lahko investirajo na notranjem kitajskem medbančnem obvezniškem trgu (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 7). Shema QFII je namenjena predvsem privabljanju dolgoročnih tujih portfeljskih naložb in ne kratkoročnim špekulativnim pritokom tujega kapitala. Do oktobra 2015 je Kitajska 277 tujim inštitucijam, od tega 8 centralnim bankam in 10 državnim naložbenim skladom (angl. *sovereign wealth fund*), odobrila, da lahko v okviru sheme QFII na Kitajskem investirajo za 78,9 milijarde ameriških dolarjev. Čeprav naj bi investitorji v okviru omenjene sheme kar dve tretjini sredstev imeli v "A delnicah", to predstavlja še zmeraj manj kot 2 % njihove trgovane kapitalizacije (Prasad, 2016, str. 14–16).

Decembra 2011 je bila ustanovljena shema za kvalificirane tuje institucionalne investitorje v renminbiju (angl. *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor*, v nadaljevanju RQFII), ki je dovoljevala vnaprej kvalificiranim tujim finančnim inštitucijam, vključno s centralnimi bankami, investirati vnaprej odobreno vsoto v renminbiju na kitajski notranji medbančni obvezniški trg in delniški trg (Eichengreen & Kawai, 2014, str. 7). Za razliko od sheme QFII, ki je zahtevala, da se za poravnavo investicije tuja valuta zamenja v renminbi, shema RQFII omogoča neposredno poravnavo v zunanjem renminbiju (držanem izven celinske Kitajske). Tako shema odpira pot za povratek renminbija, hranjenega v tujini, nazaj na kitajski kapitalski trg. Do julija 2015 je odobrena kvota 135 finančnim institucijam iz Hong Konga in sedmih drugih držav znašala 68,4 milijarde ameriških dolarjev (Prasad, 2016, str. 14, 16–17).

Od leta 2006 naprej lahko vnaprej odobrene kitajske finančne institucije (npr. banke, zavarovalnice, družbe za upravljanje premoženja itd.) v okviru sheme za kvalificirane domače institucionalne investitorje (angl. *Qualified Domestic Institutional Investor – QDII*) investirajo v finančne instrumente izven celinske Kitajske. Investirajo lahko samo odobrene količine in v določene države. Do novembra 2015 je 132 institucij imelo dovoljenje za investiranje 90 milijard ameriških dolarjev (Prasad, 2016, str. 17–18). Novembra 2014 je bila zagnana še nadgrajena

shema v renminbiju (angl. *Renminbi Qualified Domestic Institutional Investor – RQDII*), ki naj bi spodbudila odtok renminbija in razširila njegovo uporabo po svetu (PBoC, 2015, str. 68).

Poleg selektivne liberalizacije kapitalskega računa preko shem je Kitajska odprla še en investicijski kanal. Novembra 2014 je bila vzpostavljena povezava med borzama v Šanghaju in Hong Kongu (angl. *Shanghai–Hong Kong Stock Connect*), ki kitajskim investitorjem omogoča nakup delnic kitajskih in hongkonških podjetij, ki kotirajo v Hong Kongu, in svetovnim investitorjem nakup "A delnic" na šanghajski borzi preko lokalnih borznih posrednikov v renminbiju. Neto nakupi delnic v obe smeri so omejeni z dnevno in letno kvoto. Dnevna kvota 13 milijard juanov neto nakupov na šanghajski borzi je bila dosežena že prvi dan in je bila visoka vse do globokega padca na kitajskih borzah poleti 2015. Dnevna kvota 10,5 milijarde juanov neto nakupov v obratni smeri je bila prvič dosežena aprila 2015. Brez konkretnih podatkov je vlada naznanila načrte o povezavi še več kitajskih mest z borzo v Hong Kongu (Prasad, 2016, str. 14, 21–22; PBoC, 2015a, str. 68).

Kitajska se je liberalizacije kapitalskega računa lotila tudi preko prostotrgovinskih con, ki veljajo za otoke valutne konvertibilnosti znotraj Kitajske. Znotraj šanghajske prostotrgovinske cone so februarja 2014 sprostili kontrolo nad deviznimi transakcijami in spodbudili čezmejno rabo renminbija. Aprila 2015 je Kitajska razglasila še tri prostotrgovinske cone (Prasad, 2016, str. 19).

3.9 Renminbi kot rezervna valuta

Temeljni segment mednarodne likvidnosti države predstavljajo mednarodne denarne rezerve, ki so v lasti centralne banke države in jo sestavljajo naslednje oblike (Mrak, 2002, str. 304–305):

- devizne rezerve centralne banke,
- zlato,
- neizkoriščena "zlata tranša" države pri IMF in
- posebne pravice črpanja (angl. *Special Drawing Rights*, v nadaljevanju SDR).

Devizne rezerve predstavljajo za večino centralnih bank daleč najobsežnejšo obliko mednarodnih denarnih rezerv (Mrak, 2002, str. 304), zato si bomo v nadaljevanju podrobneje ogledali njihovo valutno sestavo. Še posebno nas zanima, kakšno vlogo ima v njih renminbi.

Centralne banke običajno ne razkrivajo valutne sestave svojih deviznih rezerv, vendar IMF vsako četrletje na podlagi prostovoljnih in zaupnih poročil svojih članic (trenutno 146) sestavlja podatkovno bazo COFER (angl. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*), ki delno razkriva sestavo mednarodnih deviznih rezerv. Te devizne rezerve predstavljajo terjatve monetarnih oblasti do nerezidentov v obliki:

- tuje gotovine,
- bančnih depozitov,

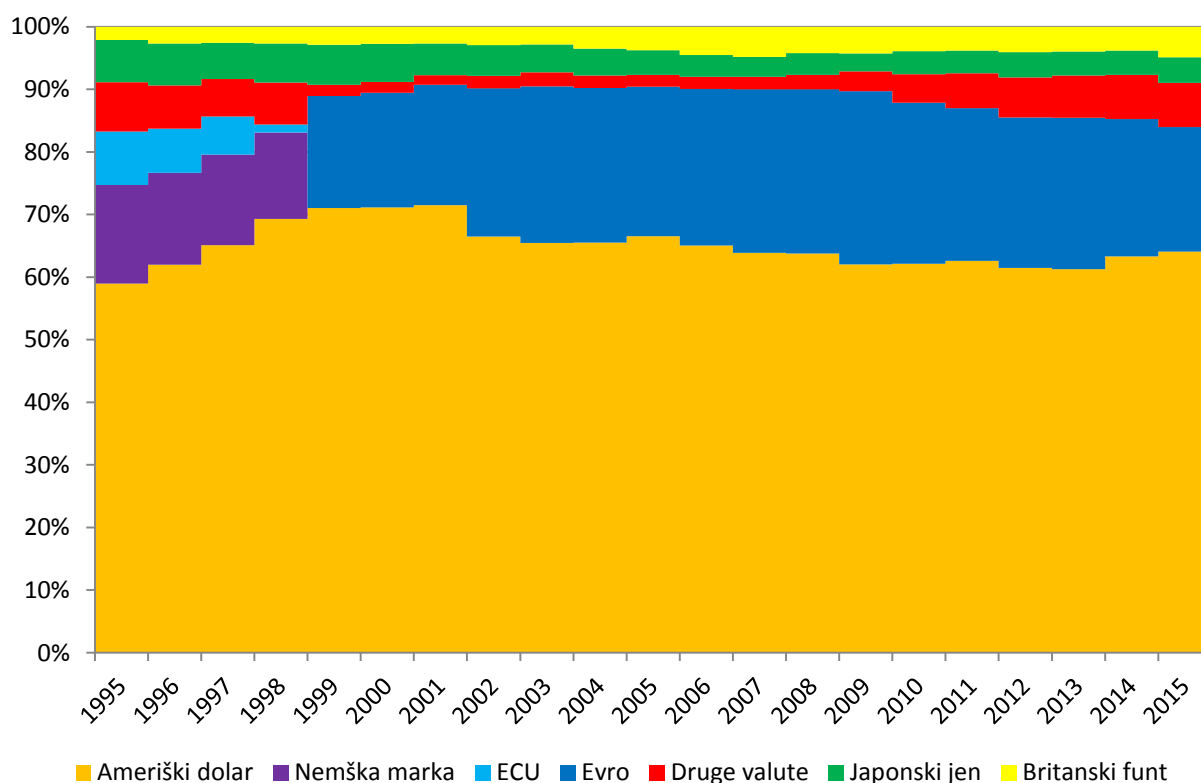
- zakladnih menic,
- kratkoročnih in dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev in
- ostalih terjatev, uporabnih v primeru plačilnobilančnega neravnotežja.

Med temi rezervami se ne upoštevajo rezerve v lastni valuti (IMF, 2016a).

Konec leta 2015 je vsota vseh deviznih rezerv centralnih bank znašala 10.924 milijard ameriških dolarjev. Svoj višek so dosegle sredi leta 2014 pri skoraj 12 bilijonih ameriških dolarjev. Pomembno pa je poudariti, da so centralne banke pripravljene razkriti le del valutne sestave svojih deviznih rezerv (konec leta 2015 npr. samo 62,3 %) (IMF, 2016a).

Centralne banke hranijo devizne rezerve v različnih valutah. Na Sliki 5 prikazujem deleže posameznih valut v deviznih rezervah centralnih bank na koncu posameznega leta. Kot lahko vidimo, je sestava deviznih rezerv visoko skoncentrirana. Ameriški dolar vseskozi zavzema večinski, okoli dvotretjinski, delež vseh mednarodnih deviznih rezerv. Njegov delež se je pred uvedbo evra dodatno povečeval, po uvedbi evra pa se je nekoliko znižal v korist evra, vendar nikoli pod 60 % (IMF, 2016a).

Slika 5: Odstotni deleži valut v deviznih rezervah centralnih bank konec leta v obdobju 1995–2015



Vir: IMF, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, 2016a.

Pravzaprav je evro edina valuta, ki mu sploh lahko vsaj nekoliko konkurira. Njegov delež se je po njegovi uvedbi leta 1999 povečeval in se ustalil na četrtni svetovnih deviznih rezerv. Evropska dolžniška kriza v prvi polovici tega desetletja pa je povzročila postopen padec njegovega deleža na petino. Ugotovimo lahko, da ameriški dolar in evro skupaj obvladujeta okoli 85–90 % vseh deviznih rezerv centralnih bank, kar vsem ostalim valutam pušča tako rekoč obrobno vlogo (IMF, 2016a).

Edini dve valuti, ki še predstavljata omembe vreden delež, sta britanski funt in japonski jen, na tretjem in četrtem mestu, ki predstavljata vsak okoli 4–5 % deviznih rezerv, kar prikazujem na Sliki 5. V vseh ostalih valutah sveta jih je kljub povečanju v zadnjih letih, predvsem na račun kanadskega in avstralskega dolarja, komaj okoli 7 %. Koliko je v tem deležu renminbija in ali se njegov delež povečuje, lahko samo ugibamo. Zagotovo pa je bil ta nižji od 3,3 % (leta 2012), 2,9 % (2013), 3,2 % (2014) in 3 % v letu 2015, kolikor je znašal delež nedefiniranih valut. Tako se tudi v najboljšem primeru renminbi ne bi znašel višje od petega mesta (IMF, 2016a).

ECB (2015, str. 20) ugotavlja, da se je od začetka svetovne finančne krize konec leta 2007 delež tako ameriškega dolarja kot tudi evra v uradnih deviznih rezervah ob nespremenjenih deviznih tečajih znižal za 1 in 5 odstotnih točk na 63 % in 22 %. To odraža naraščajoč pomen netradicionalnih rezervnih valut, kot so kanadski dolar, avstralski dolar in kitajski renminbi, ki so skoraj potrojile svoj delež na okoli 7 %. Čeprav se je ta rast leta 2014 ustavila, razvoj kaže na nekoliko večjo valutno diverzifikacijo deviznih rezerv in naraščajočo multipolarnost mednarodnega monetarnega sistema.

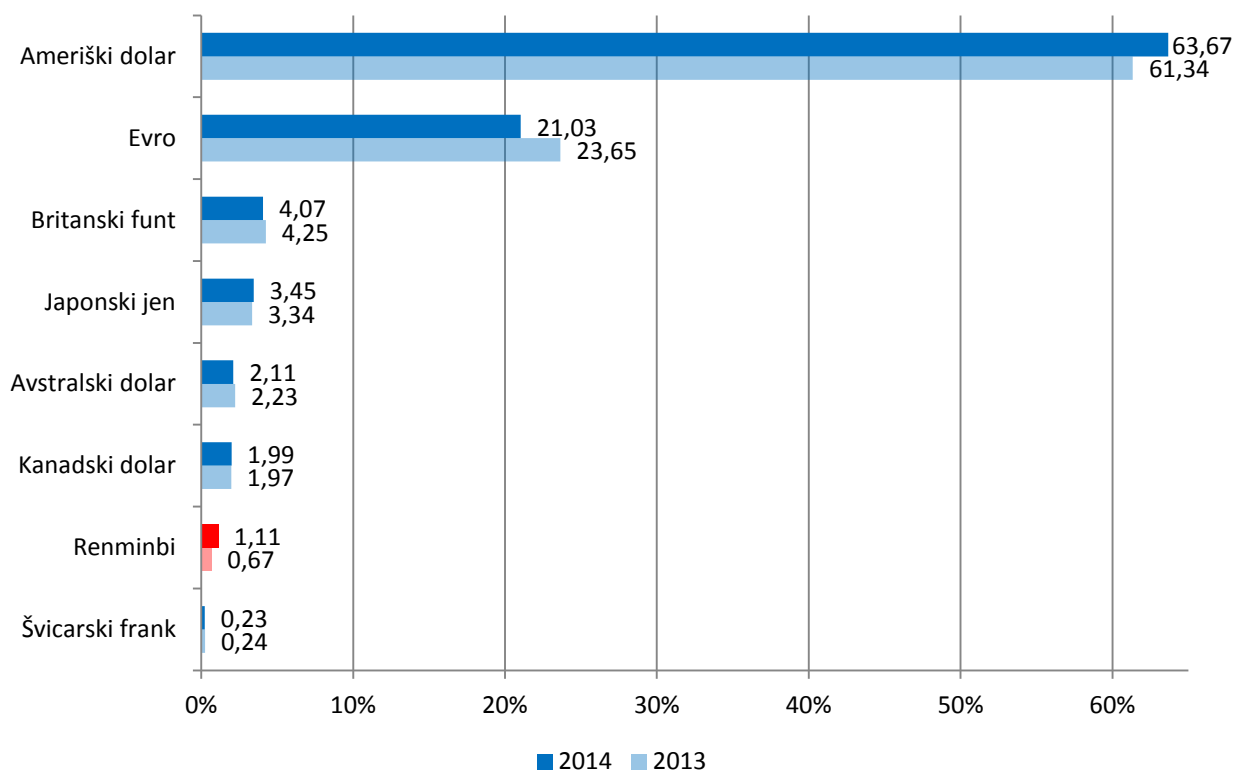
V prvih letih svetovne finančne krize sta se bistveno povečala deleža kanadskega in avstralskega dolarja, vendar se je sredi leta 2013 ta rast ustavila, kar bi lahko kazalo na premajhno globino in likvidnost njunih kapitalskih trgov. To pa sovpada s postopnim pojavom renminbija kot rezervne valute, saj bo ta na dolgi rok verjetno manj omejen z velikostjo in globino kitajskega gospodarstva in njegovih finančnih trgov (ECB, 2015, str. 21).

Rezultati raziskave, ki jo je aprila 2014 izvedla banka HSBC (v ECB, 2015, str. 20), kažejo, da kar 24 % upravljalcev uradnih rezerv razmišlja o investiranju v kitajski renminbi, 14 % v kanadski dolar, 8 % v avstralski dolar in 0 % v ostale netradicionalne valute. Kljub pomanjkanju podatkov je kar nekaj centralnih bank in državnih naložbenih skladov sporočilo, da je med svoje naložbe dodalo v renminbiju denominirana sredstva, vendar v manjšem obsegu (ECB, 2015, str. 21). Po podatkih PBoC (2015a, str. 69) je konec leta 2014 več kot 47 centralnih bank ali monetarnih oblasti investiralo devizne rezerve v renminbijevska finančna sredstva.

Da bi prišel do podrobnejših podatkov, je IMF izvedel ad-hoc raziskavo, v kateri je za leti 2013 in 2014 preučil valutno sestavo uradnih deviznih sredstev, ki poleg uradnih deviznih rezerv zajemajo tudi druga uradna devizna sredstva. Čeprav je bila raziskava prostovoljna, se je nanjo odzvalo 130 držav. Kot prikazujem na Sliki 6, je tudi valutna sestava širše opredeljenih deviznih rezerv visoko skoncentrirana, saj delež ameriškega dolarja presega 60 %, delež evra pa 20 %.

Preostalim valutam je prepuščena manjša vloga. Čeprav je renminbi sedma najpomembnejša širše opredeljena rezervna valuta, igra obrobno vlogo, saj je vanj investiran komaj dober odstotek deviznih sredstev. Kljub temu se je njegov delež v samo enem letu povečal kar za 66 %. Že naslednja valuta na lestvici, švicarski frank, ima skoraj petkrat manjši delež (IMF, b.l., str. 1, 4).

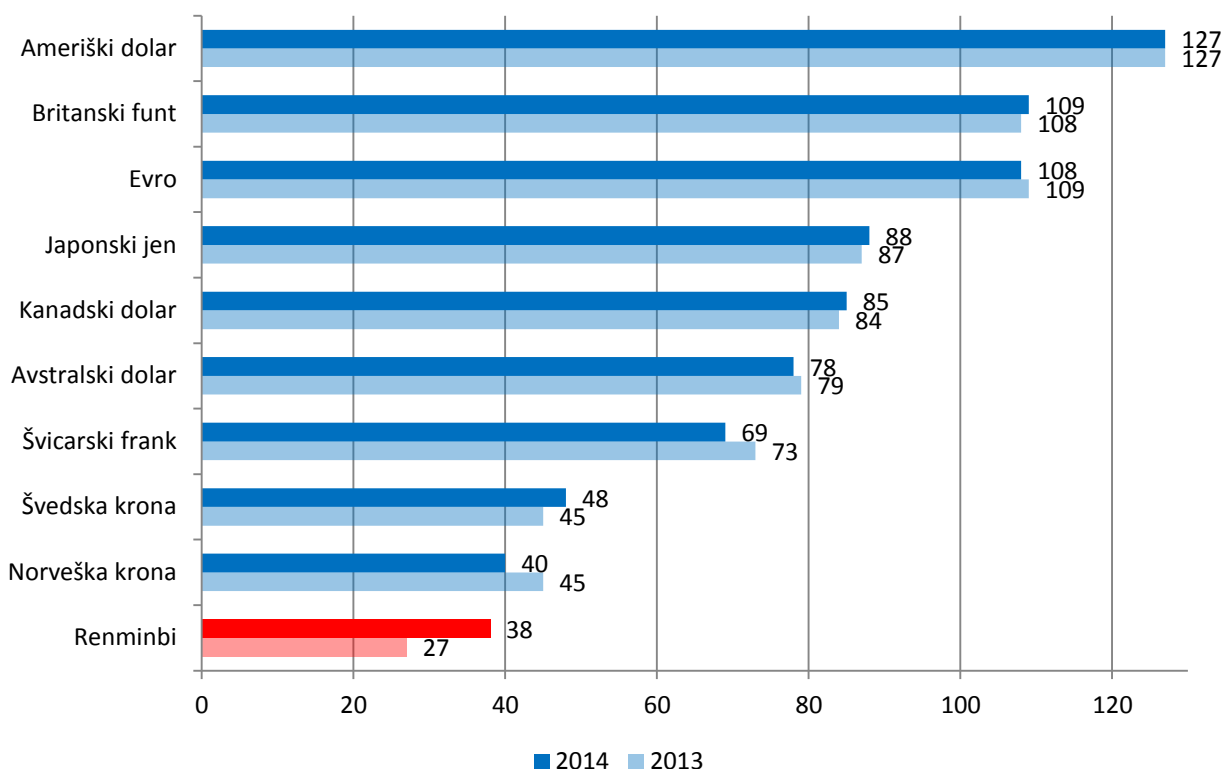
Slika 6: Odstotni deleži valut v uradnih deviznih sredstvih konec leta 2013 in 2014



Vir: IMF, Survey on the Holdings of Currencies in Official Foreign Currency Assets 2015, b.l., str. 4.

V renminbi je bilo leta 2013 investiranih 45,4 in leta 2014 že 74,6 milijarde ameriških dolarjev uradnih deviznih sredstev držav. Iz omenjene raziskave lahko razberemo tudi, koliko držav investira v določeno valuto. Od 130 držav jih največ, kar 127, svoja devizna sredstva investira v ameriški dolar. Kot prikazujem na Sliki 7, je renminbi deseta najpogostejše izbrana valuta, v katero države investirajo. Izbralo jo je 38 držav oz. skoraj 30 % vseh držav. V letu 2014 je med vsemi valutami prav renminbi najbolj povečal število držav, ki investirajo vanj, in sicer za 11. Prav tako je med prvimi trinajstimi valutami najbolj povečal svoj nabor držav, in sicer za skoraj 41 %. Če upoštevamo, da ima Kitajska daleč največje devizne rezerve na svetu (IMF, 2016b), lahko utemeljeno sklepamo, da je delež renminbija v deviznih sredstvih držav brez Kitajske nekoliko višji od deleža vseh držav. Seveda pod pogojem, da je Kitajska sodelovala v omenjeni raziskavi. Države so sicer imele svoja devizna sredstva v 97 (2013) oziroma 96 (2014) valutah (IMF, b.l., str. 2–3).

Slika 7: Število držav, ki imajo uradna devizna sredstva v določeni valuti konec leta 2013 in 2014



Vir: IMF, *Survey on the Holdings of Currencies in Official Foreign Currency Assets 2015*, b.l., str. 2.

Glede na to, da so posebne pravice črpanja zamenljive za ameriški dolar, evro, britanski funt in japonski jen (IMF, 2015a), ki so jih zaradi tega nekateri celo poimenovali "uradne" rezervne valute (Prasad, 2014, str. 254; Bloomberg, 2015a), in bo s prvim oktobrom 2016 med njih uvrščen tudi renminbi (IMF, 2015c, str. 2), si bomo njegovo vključitev podrobneje ogledali.

3.9.1 Vključitev renminbija v posebne pravice črpanja (SDR)

Posebne pravice črpanja so dopolnilna mednarodna rezervna sredstva, ustvarjena s strani IMF leta 1969 in vzdrževana z namenom dopolnjevanja uradnih rezerv držav članic. Ker je v tedanjem brettonwoodskem mednarodnem denarnem sistemu fiksnih deviznih tečajev zaradi rastoče mednarodne trgovine in finančnih tokov prišlo do pomanjkanja dveh ključnih rezervnih sredstev, zlata in ameriškega dolarja, se je mednarodna skupnost odločila ustvariti SDR. Samo nekaj let po tem, leta 1973, je prišlo do razpada brettonwoodskega sistema in glavne valute so prešle na fleksibilne devizne tečaje. Države posledično niso več potrebovale sredstev za ohranjanje deviznih tečajev. Na rastočih mednarodnih kapitalskih trgih so se lahko začele zadolževati in ustvarjati mednarodne rezerve, kar je zmanjšalo pomen SDR kot globalnih rezervnih sredstev (IMF, 2015c, str. 1).

Poleg vloge dopolnilnih rezervnih sredstev SDR služi tudi kot merilo vrednosti pri IMF in nekaterih drugih mednarodnih organizacijah. IMF ga tako uporablja pri finančnih sporazumih z državami članicami. Vrednost SDR je bila na začetku definirana kot $1 \text{ SDR} = 0,888671$ grama zlata, kar je leta 1969 znašalo 1 ameriški dolar. Po kolapsu brettonwoodskega sistema je bil SDR redefiniran kot košarica valut. Vrednost SDR tako določajo devizni tečaji in relativni deleži valut, vključenih v košarico. Zaradi nenehno spreminjajočih se deviznih tečajev se vrednost SDR izračunava dnevno. Sestava košarice pa se revidira najmanj vsakih pet let. Trenutno jo sestavljajo ameriški dolar, evro, britanski funt in japonski jen (IMF, 2015c, str. 1).

Z zadnjo revizijo metode vrednotenja SDR novembra 2015 je IMF sklenil, da bo s prvim oktobrom 2016 spremenil sestavo košarice mednarodnih valut, in sicer z vključitvijo kitajskega renminbija kot pete valute (IMF, 2015c, str. 2). Kitajska je tako postala prva država v razvoju, katere valuta določa vrednost SDR (Baković, 2015b, str. 6). To po vsej verjetnosti pomeni največje uradno priznanje mednarodne skupnosti renminbiju na njegovi poti k večji mednarodni veljavi.

Kriteriji za vključitev določajo, da so v košarico valut vključene štiri valute držav članic IMF ali monetarne unije, ki (IMF, 2015b, str. 2):

- imajo najvišjo **vrednost izvoza** v zadnjem petletnem obdobju in
- so razglašene za "**prosto uporabne**" (angl. "*freely usable*") s strani IMF.

S 1. oktobrom 2016 bo kriterij vseboval pet valut (IMF, 2015b, str. 2). Kot bomo videli kasneje pri deležih, s tem dejansko ni omogočil dodajanja renminbija, ampak je preprečil izpad britanskega funta. Kriterij izvoza zagotavlja, da so v košarico vključene valute, ki igrajo glavno vlogo v svetovnem gospodarstvu. Kot prosto uporabno valuto pa IMF definira valuto države članice, ki se (IMF, 2015a):

- veliko uporablja za plačila v mednarodnih transakcijah in
- se z njo na široko trguje na glavnih deviznih trgih.

Koncept prosto uporabne valute zadeva dejansko mednarodno uporabo in trgovanje z valuto in se razlikuje od tega, ali ima valuta fleksibilen devizni tečaj in ali je popolnoma konvertibilna. Valuta je lahko veliko v uporabi in se z njo obsežno trguje, tudi če je predmet nekaterih restrikcij na kapitalskem računu. Tako sta v preteklosti japonski jen in britanski funt veljala za prosto uporabna, čeprav sta bila deležna omejitev na kapitalskem računu. Po drugi strani pa popolnoma konvertibilna valuta ni nujno v široki uporabi in trgovanju (IMF, 2015a).

Koncept prosto uporabne valute igra v finančnih operacijah IMF osrednjo vlogo. Države, ki dobijo finančno pomoč IMF, imajo pravico, da jo dobijo v prosto uporabnih valutah ali v obliki SDR, ki so zamenljive za prosto uporabne valute. To pomoč lahko države potem uporabijo za neposredno ali posredno (z nadaljnjo zamenjavo) financiranje plačilnobilansnih potreb. To

pomeni, da SDR niso ne valuta ne terjatev do IMF, ampak so potencialna terjatev do prosto uporabnih valut držav članic (IMF, 2015a).

Prvi kriterij za vključitev v košarico valut Kitajska kot tretja največja izvoznica v zadnjih petih letih izpolnjuje. Izvršni odbor IMF pa je 30. novembra 2015 odločil, da s 1. oktobrom 2016 renminbi postane prosto uporabna valuta (IMF, 2015b, str. 1). Vključitev renminbija v košarico povečuje njeno diverzifikacijo in izboljšuje reprezentativnost glavnih valut v svetovnem trgovanju in finančnem sistemu in s tem povečuje privlačnost SDR kot rezervnega sredstva (IMF, 2015a).

Ob tem je IMF določil tudi nove vrednosti uteži, ki jih imajo posamezne valute v košarici. V Tabeli 4 prikazujem, da je renminbi postal celo tretja najmočnejša valuta za vrednotenje SDR za ameriškim dolarjem in evrom; in sicer kar z 10,92-odstotnim deležem. Renminbi je delež pridobil predvsem na račun evra in britanskega funta. Sploh zadnjemu se je relativni delež znižal za skoraj 30 % (IMF, 2015b, str. 2).

Tabela 4: Odstotni deleži valut v košarici za določanje vrednosti SDR

	Pred 1. oktobrom 2016 (v %)	Po 1. oktobru 2016 (v %)
Ameriški dolar	41,9	41,73
Evro	37,4	30,93
Kitajski renminbi		10,92
Japonski jen	9,4	8,33
Britanski funt	11,3	8,09

Vir: IMF, Review of the Special Drawing Right (SDR) Currency Basket, 2015b, str. 2.

Moč posamezne valute v košarici se določi na podlagi (IMF, 2015b, str. 1):

- velikosti izvoza države izdajateljice,
- količine rezerv denominiranih v dotični valuti, ki so v lasti preostalih držav članic IMF,
- obsega transakcij z valuto na deviznih trgih in
- vrednosti obveznosti mednarodnih bank in vrednosti mednarodnih dolžniških vrednostnih papirjev, denominiranih v tej valuti.

Ker SDR predstavljajo samo približno 3 % svetovnih uradnih rezervnih sredstev, je neposredni učinek vključitve renminbija v košarico zanemarljiv. Vendar pa ima globok simbolni pomen, saj bo spodbudil centralne banke po svetu, da vključijo sredstva v renminbiju v svoje rezervne portfelje, saj se vsaka valuta v košarici SDR avtomatično šteje kot "uradna" rezervna valuta (Prasad, 2014, str. 254; Bloomberg, 2015a). Ker zasebne finančne institucije nimajo nobenih portfeljev, vezanih na SDR, se ne pričakuje nikakršnih preoblikovanj portfeljev (Prasad, 2016, str. 89).

Hkrati se pričakuje, da bo vključitev renminbija v SDR spodbudila Kitajsko k nadaljevanju reform, predvsem k nadaljnjemu odpiranju kapitalskega računa (Bloomberg, 2015a). Naslednja revizija metode vrednotenja SDR je načrtovana najkasneje 30. septembra 2021 (IMF, 2015b, str. 3).

4 KORISTI MEDNARODNE VALUTE ZA DRŽAVO IZDAJATELJICO

Razlog za to, da si države sploh prizadevajo, da bi njihove valute postale mednarodne, je očitno v tem, da to prinaša državi izdajateljici določene koristi. Frankel (1995, str. 7–8) meni, da ima država, katere valuta v svetu igra pomembno mednarodno vlogo, od nje naslednje koristi:

- prikladnost za njene rezidente,
- več posla za banke in ostale finančne institucije te države,
- politično moč in prestiž in
- t.i. seignorage.

4.1 Prikladnost za rezidente države

Vsekakor je za izvoznike, uvoznike, posojilodajalce in posojilojemalce neke države lažje, če lahko poslujejo v svoji lastni valuti kakor v tujih valutah. Tako kot je prednost za Američane uporaba angleščine kot svetovnega jezika, enako velja tudi za uporabo ameriškega dolarja kot globalne valute (Chinn & Frankel, 2005, str. 5). S poslovanjem z lastno, namesto tujo valuto si udeleženci znižajo transakcijske stroške in valutno tveganje (Frankel, 2012, str. 331) oziroma odpadejo stroški ščitenja pred njim. Pri teoretični razlagi lahko vzporednice povlečemo z Mundellovo teorijo optimalnega valutnega območja (Zhang & Tao, 2014, str. 8). Čim večjo moč ima neka valuta na svetovni ravni, toliko lažje verjetno njeni rezidenti prepričajo svoje partnerje z drugega valutnega območja v njeno uporabo.

Pri izboru valute v mednarodnih transakcijah, kjer transaktorjev ne zavezuje nikakršna mednarodna obveznost, je po najnovejši denarni teoriji odločilno, da valuta karseda zmanjšuje negotovost transaktorjev (Ribnikar, 1999b, str. 13). Gleda na to, da ima Kitajska danes največji obseg mednarodne blagovne trgovine na svetu (glej Prilogo 4), 11,3 % oziroma 4.303 milijarde ameriških dolarjev v letu 2014, da mednarodna menjava predstavlja kar 41,5 % v njenem BDP v letu 2014 (World Bank, 2016), da je za ZDA in Hong Kongom tretja največja gostiteljica neposrednih tujih naložb in da tudi sama postaja njihov vse pomembnejši vir (CIA, 2016), ji uporaba lastne valute v mednarodnih transakcijah vsekakor prinaša izjemne koristi.

4.2 Več posla za banke in ostale finančne institucije države

Čeprav ni potrebe po povezavi med valuto, s katero se opravljajo bančni posli, in nacionalnostjo bank, kot tudi ne med nacionalnostjo varčevalcev, kreditojemalcev in bank posrednic, pa bankam

to vseeno prinaša določeno primerjalno prednost. Tako imajo ameriške banke glede na vodilni status ameriškega dolarja vsekakor prednost pred ostalimi bankami. Kljub izgubi mednarodne vloge britanskega funta pa britanske banke še naprej uspešno poslujejo na t.i. evrodolarskih trgih (Frankel, 1995, str. 7).

Z naraščanjem pomena renminbija na svetovnih finančnih trgih in obsega poslov z njim bi lahko kitajske banke postale konkurenčnejše v primerjavi s tujimi. Zato lahko pričakujemo, da bo internacionalizacija renminbija spodbudila širjenje kitajskih finančnih institucij v tujino, sprva predvsem komercialnih bank (Zhang & Tao, 2014, str. 14). Da bodo kitajske banke pridobile več posla z večjo mednarodno vlogo renminbija, se morda še najočitneje vidi preko povečevanja obsega poslov v renminbiju, ki jih opravljajo banke v Hong Kongu.

4.3 Politična moč in prestiž

Koristi od moči in prestiža so nedvomno nejasne. Vseeno pa sta izguba statusa vodilne mednarodne valute in statusa mednarodnega kreditodajalca povezana z neekonomskimi dejavniki, kot sta izguba politične in vojaške moči. Vsekakor pa, tako kot pri ostalih koristih in pogojih, vzročna povezava poteka v obe smeri. Tako je postopna izguba statusa britanskega funta kot vodilne mednarodne valute potekala vzporedno z izgubo britanskih kolonij in vojaške premoči (Frankel, 1995, str. 8; Chinn & Frankel, 2005, str. 6).

Nacionalni ponos ekonomistom ne pomeni nič, politikom pa zelo veliko (Yu, 2014, str. 7). Vsekakor lahko tudi za Kitajsko pričakujemo, da se bo z naraščanjem pomena renminbija v svetu povečeval tudi vpliv njenih neekonomskih dejavnikov. Zhang in Tao (2014, str. 16) sta mnenja, da bo internacionalizacija renminbija okrepila kitajski politični vpliv v svetu. Economist (2015) meni, da se bo hkrati s tem zmanjšala ameriška politična moč.

4.4 Seignorage

To je najpomembnejša korist, ki jo ima država od tega, da druge države uporabljajo njeno valuto. Te države se morajo v zameno za mednarodno valuto, ki jo želijo uporabljati, odpovedati realnim dobrinam in storitvam ter lastništvu nad fizičnim kapitalom (Frankel, 1995, str. 7).

Ozko gledano je seignorage brezobrestno posojilo izdajatelju valute za čas držanja te valute. Tako imajo ZDA dobiček, kadarkoli ljudje v npr. Argentini ali Rusiji hranijo pri sebi ameriške dolarje, kar so pripravljeni storiti, ne da bi za to zahtevali plačilo obresti. Ameriški dolar je vedno najboljša alternativa, kadar hiperinflacija ali socialni nemiri spodbujajo zaupanje javnosti v lokalno valuto (Frankel, 1995, str. 7; Chinn & Frankel, 2005, str. 6).

Tako naj bi po oceni člana ameriške centralne banke Lawrenca Lindsaya iz leta 1994 ameriška centralna banka od leta 1981 kumulativno iz naslova ameriškega dolarja kot mednarodne valute dodatno pridobila okoli 64 milijard ameriških dolarjev seignoraga. Tako naj bi ZDA po nekaterih

ocenah sredi 90. let pridobile okoli 12 milijard ameriških dolarjev seignoraga na leto od tujega imetja dolarske valute, ki po konservativnih ocenah predstavlja 60 % vsega dolarskega denarja v obtoku (Frankel, 1995, str. 7, 8). Dobbs et al. (2009) ocenjujejo, da naj bi ZDA na leto pridobile približno 10 milijard ameriških dolarjev seignoraga, ker imajo nerezidenti po svetu v svoji lasti ameriške bankovce in kovance.

Širši pogled na seignorage pa zajema tudi tiste oblike valute, ki prinašajo obresti. Ker je zaradi dodatnega povpraševanja s strani nerezidentov po dolarskih sredstvih večje kot sicer, lahko ZDA prodajajo obveznice po višjih cenah in posledično z nižjimi donosi. Ker je več kot 60 % svetovnih deviznih rezerv v ameriških dolarjih (IMF, 2016a), centralne banke za ohranjanje njihove vrednosti na veliko povprašujejo po vrednostnih papirjih ameriškega finančnega ministrstva (angl. *US Treasury Securities*), kar daje ZDA "brezmejen privilegij" (angl. *"exorbitant privilege"*), saj si lahko v tujini po nizkih obrestnih merah sposojajo skoraj neomejene količine lastne valute s katero potem financirajo svoj javni dolg (Dobbs et al., 2009; Chinn & Frankel, 2005, str. 6).

Dobbs et al. (2009) ocenjujejo, da naj bi bila zaradi dodatnega povpraševanja s strani tujih državnih investorjev obrestna mera na ameriški javni dolg nižja od 50 do 60 bazičnih točk, kar naj bi ZDA prineslo finančno korist v vrednosti 90 milijard ameriških dolarjev na leto. Po drugih ocenah naj bi bili zaradi statusa ameriškega dolarja na začetku tisočletja donosi na ameriško desetletno obveznico kar do odstotno točko nižji (Economist, 2015).

To je verjetno tudi glavni razlog, da si Kitajska prizadeva internacionalizirati renminbi. Če bi Kitajska uspela uveljaviti renminbi kot mednarodno valuto, bi lahko zaradi dodatnega povpraševanja po njenih obveznicah javnega dolga s strani tujih investorjev znižala stroške financiranja (obresti) javnega dolga in ohranila višje proračunske primanjkljaje, kot jih lahko zdaj. Prav tako bi se ceneje lahko zadolževala tudi kitajska podjetja in finančne institucije (Zhang & Tao, 2014, str. 13).

Yu (2014, str. 7) meni, da status mednarodne valute tudi znižuje potrebo države izdajateljice po hranjenju večjih količin deviznih rezerv. Kitajska danes, ne samo da še ne uživa prednosti cenejšega zadolževanja zaradi dodatnega učinkovitega povpraševanja iz tujine po naložbenih sredstvih v renminbiju (Zhang & Tao, 2014, str. 14), ampak tudi kot daleč največja lastnica, ki poseduje eno tretjino svetovnih deviznih rezerv (IMF, 2016b), posoja ogromne količine svojih deviznih rezerv po nizkih obrestnih merah državam z rezervnimi valutami. Tako je Kitajska danes največji tuji financer ameriškega javnega dolga (U.S. Department of Treasury, 2016). Internacionalizacija renminbija in njegova raba kot rezervne valute naj bi pripomogla k zmanjšanju kitajskega povpraševanja po deviznih rezervah in posledično odvisnosti od ameriškega dolarja (Zhang & Tao, 2014, str. 15–16).

5 SLABOSTI MEDNARODNE VALUTE ZA DRŽAVO IZDAJATELJICO

Status mednarodne valute pa prinaša državi izdajateljici tudi določene slabosti. Chinn in Frankel (2005, str. 6–7) menita, da ima država katere valuta v svetu igra pomembno mednarodno vlogo, zaradi nje naslednje slabosti:

- povečano povpraševanje po valuti,
- večje nihanje povpraševanja po valuti in
- večje breme odgovornosti.

5.1 Povečano povpraševanje po valuti

To je nasprotna stran seignoraga. Povečano povpraševanje po valuti s strani tujih rezidentov povzroči njeno okrepitev napram ostalim valutam in s tem manjšo izvozno konkurenčnost njenega gospodarstva. Japonska in nemška vlada sta bili še v 60. in 70. letih posebno nenaklonjeni temu, da bi jen in marka igrali pomembno mednarodno vlogo. Bali sta se, da bi pritok tujega kapitala v državo povzročil apreciacijo njune valute in s tem zmanjšal konkurenčnost njunih izvoznikov na svetovnem trgu. Danes se s tem problemom sooča Kitajska, ki se boji posledic internacionalizacije svoje valute na svoje izvozno gospodarstvo (Chinn & Frankel, 2005, str. 7). To pa je za Kitajsko izrednega pomena, saj izvoz predstavlja kar okoli četrtnino v njenem BDP, kar je skoraj še enkrat več kot v ZDA (World Bank, 2016).

Dobbs et al. (2009) ocenjujejo, da je zaradi tega, ker je ameriški dolar danes kot največja rezervna valuta magnet za uradne svetovne rezerve in likvidna sredstva, njegov devizni tečaj od 5 do 10 % višji, kot bi bil sicer. To povzroča zmanjšanje konkurenčnosti izvoznih podjetij in podjetij, ki tekmujejo z uvozniki, kar naj bi na letni ravni povzročalo 30–60 milijard ameriških dolarjev neto stroškov. Vseeno naj bi neto finančna korist za ZDA, ob upoštevanju seignoraga, v "normalnem" letu znašala 40–70 milijard ameriških dolarjev oziroma 0,3–0,5 % BDP. V "kriznem" letu se ta zniža na 5–25 milijard, ker ameriški dolar postane t.i. varno zatočišče.

5.2 Večje nihanje povpraševanja po valuti

Čeprav ne moremo reči, da povpraševanje po mednarodni valuti s strani večjega števila zelo različnih subjektov avtomatično povzroča večjo variabilnost povpraševanja po valuti, sta omenjeni dejstvi vsekakor povezani. Lahko bi celo rekli, da je nestabilnost povpraševanja bolj posledica povečane stopnje mobilnosti kapitala zaradi večje odprtosti finančni trgov kot pa dejstva, da je neka valuta mednarodna. Centralne banke so tako včasih zaskrbljene, da bo internacionalizacija otežila kontrolo ponudbe denarja v obtoku. V primeru, da centralne banke sploh ne posredujejo na deviznih trgih, pa se ta problem sploh ne pojavi, saj se morebitne spremembe v povpraševanju odrazijo na deviznih tečajih. Vendar je dopuščanje, da spremembe

v povpraševanju po valuti vplivajo na spremembo deviznih tečajev, za centralne banke lahko ravno tako nezaželeno kot vpliv na količino denarja v obtoku (Frankel, 1995, str. 8).

Trenutno zaradi strogih kapitalskih kontrol kitajska monetarna politika nima težav s svojo učinkovitostjo in neodvisnostjo. Če bo renminbi postal vodilna mednarodna valuta, pa bo težje stabilizirala njegov devizni tečaj (Zhang & Tao, 2014, str. 16–17). Chang (2016, str. 11) meni, da je stabilen devizni tečaj renminbija odločilen za vladavino kitajske komunistične partije.

5.3 Večje breme odgovornosti

Monetarne oblasti države z vodilno mednarodno valuto ne smejo pri vodenju monetarne politike zasledovati samo domačih ciljev, ampak morajo pri sprejemanju svojih odločitev upoštevati tudi posledice na svetovne trge. Tako je ameriška centralna banka v drugi polovici leta 1982 in ponovno konec leta 1998, v odgovoru na mednarodno dolžniško krizo v Latinski Ameriki in drugje, verjetno bolj znižala obrestno mero, kot bi jo drugače. Odpor do prevzemanja odgovornosti, pa čeprav samo impliciten, je verjetno botroval takratnima odločitvama (Chinn & Frankel, 2005, str. 7). Če bo renminbi postal vodilna mednarodna valuta, bo Kitajska morala voditi makroekonomske politike z ozirom do preostalega sveta, čeprav bi to imelo negativne posledice za domače gospodarstvo (Zhang & Tao, 2014, str. 17).

6 PERSPEKTIVA NADALJNJE INTERNACIONALIZACIJE RENMINBIJA

Zaradi močne inercije po uporabi že uveljavljenih mednarodnih valut prihaja do sprememb v njihovi uporabi z velikim časovnim zamikom za preobratom moči njihovih gospodarstev. Tako je britanski funt ostal pomembna mednarodna valuta še do druge svetovne vojne, čeprav je Združeno kraljestvo izgubilo svoj gospodarski primat že na začetku 20. stoletja (Frankel, 2012, str. 335, 339). Poleg tega se je potrebno zavedati, da je bil ta prehod veliko manj tvegan, saj sta bili obe valuti v tistem času konvertibilni za zlato po nespremenljivem razmerju (Economist, 2015).

Čeprav je po podatkih IMF (2015d), kot prikazujem na Sliki 2, Kitajska po velikosti gospodarstva že leta 2006 prehitela Združeno kraljestvo, leta 2009 Japonsko in naj bi leta 2016 prehitela evroobmočje, renminbi po mednarodni pomembnosti še vedno močno zaostaja za valutami omenjenih držav.

Ker mednarodna vloga valute ponavadi sledi gospodarski moči njenega valutnega območja z velikim časovnim zamikom (Frankel, 2012, str. 335, 339) in uporaba renminbija zaostaja za valutami držav, ki jih je Kitajska prehitela že pred leti (IMF, 2015d), lahko sklepamo, da je sedanje povečevanje mednarodne uporabe renminbija posledica povečanega deleža kitajskega gospodarstva v svetovnem gospodarstvu izpred let. Ker se je v vmesnem času kitajsko gospodarstvo še naprej nadpovprečno hitro povečevalo in se mu še naprej napoveduje hitra rast

(IMF, 2015d), lahko upravičeno pričakujemo nadaljnje povečevanje mednarodne vloge renminbija. Vendar pa se je potrebno zavedati, da bo verjetno vsak nadaljnji odstotek povečevanja mednarodne vloge renminbija težje dosegljiv od prejšnjega. Bolj kot ameriškemu dolarju bo renminbi verjetno prevzemal tržne deleže evru, britanskemu funtu in ostalim valutam.

Po mnenju večine finančnih strokovnjakov naj bi se sedanji mednarodni denarni sistem z eno in pol prevladujočo mednarodno valuto (ameriški dolar in evro kot polovička) v prihodnosti preoblikoval v sistem s tremi glavnimi valutami (ameriški dolar, evro in renminbi). Po mnenju večine naj bi bil omenjeni sistem z valutno konkurenco tudi stabilnejši in učinkovitejši (Otero-Iglesias, 2014, str. 181), ker bi države z rezervno valuto vodile bolj disciplinirano monetarno in ostale makroekonomske politike (Zhang v Zhang & Tao, 2014, str. 3). V nasprotju s tem Kindleberger meni, da več kot ena prevladujoča mednarodna valuta vodi do napetosti in konfliktov. Tudi teorija mrežnih eksternalij pravi, da naj bi ekonomski agentje dajali prednost eni sami določeni valuti (Otero-Iglesias, 2014, str. 181).

6.1 Iniciativa En pas, ena pot

Leta 2013 je Kitajska pod vodstvom predsednika Xi Jinpinga predstavila iniciativo za ponovno oživitev antične svilne ceste z imenom En pas, ena pot (angl. *One Belt, One Road – OBOR*), ki jo sestavljata kopenski del (Ekonomski pas svilne poti) in pomorski del (Pomorska svilna pot). Gre za najpomembnejšo nacionalno strategijo v času t.i. nove normalnosti, za katero je značilna nekoliko nižja gospodarska rast. S to iniciativo bo Kitajska poskusila povečati uporabo renminbija v državah na njeni poti in s tem pospešiti njegovo internacionalizacijo (International Monetary Institute, Renmin University of China, 2015, str. 2, 66).

Iniciativa En pas, ena pot rešuje kar nekaj težav s katerimi se trenutno sooča Kitajska. V času počasnejše rasti odpira nove trge in s tem zapolnjuje presežne kapacitete kitajskih podjetij, ki so nastale po izbruhu svetovne finančne krize še zlasti v jeklarski in gradbeni panogi. S preusmeritvijo kapacitet izgradnje infrastrukture v države na svilni poti omogoča tudi znižanje odvisnosti gospodarske rasti od investicij (Rašković, 2016, str. 12). Njen namen pa je tudi, zaradi naraščajočih stroškov dela na Kitajskem, selitev proizvodnje z nizko dodano vrednostjo v sosednje države oz. države na poti. Iniciativa odpira tudi možnost oplemenitenja ogromnih kitajskih deviznih rezerv skozi infrastrukturne projekte in njihovo diverzifikacijo stran od nizko donosnih ameriških državnih obveznic (Kratz, 2015, str. 9–10).

Pričakuje se, da bo Kitajska za obračunavanje trgovine in financiranje infrastrukturnih projektov na omenjeni poti uporabljala renminbi, kar bi povečalo njegovo mednarodno uporabo in pospešilo njegovo internacionalizacijo. Za ta namen je Kitajska že zagotovila okoli 100 milijard ameriških dolarjev finančnih sredstev, in sicer 40 milijard iz Sklada svilne poti, 50 milijard iz Azijske infrastrukturne investicijske banke in 10 milijard iz Nove razvojne banke držav BRICS. Pričakuje se, da se bo ta vsota v naslednjih desetih letih povečala na 1.000 milijard ameriških dolarjev (Liu, 2015).

6.2 Ali renminbi lahko postane celo vodilna mednarodna valuta?

Danes je okoli 45 % vseh čezmejnih transakcij denominiranih v ameriškem dolarju (Economist, 2015). Čeprav hitro rastoče gospodarstvo govori v prid Kitajske, Prasad (2014, str. 261) meni, da bo renminbi v naslednjem desetletju sicer načel dominacijo ameriškega dolarja, vendar ga ne bo nadomestil na prvem mestu. Da bi se renminbi nekoč resnično lahko kosal z ameriškim dolarjem, bo morala Kitajska zgraditi zaupanja vredne institucije in velik, likviden in transparenten obvezniški trg, narediti valuto resnično konvertibilno, prenehati intervenirati v njen devizni tečaj, uvesti vladavino prava in, seveda, nadalje gospodarsko rasti (Economist, 2015).

Nobelov nagrajenec Fogel (2011, str. 101) napoveduje, da bo leta 2040 kitajsko gospodarstvo za skoraj trikrat preseglo svetovno gospodarstvo leta 2000. Takrat naj bi delež Kitajske v svetovnem BDP dosegel 40 % in zasenčil ZDA (14 %) in EU (5 %). Čeprav kitajski BDP na prebivalca ne bo presegel ameriškega, bo višji od japonskega, povprečen Kitajec pa bo ustvaril še enkrat več od povprečnega prebivalca EU. Na podlagi te dolgoročne napovedi bi lahko z veliko verjetnostjo rekli, da renminbi ne bo postal samo ena izmed najpomembnejših mednarodnih valut, ampak celo vodilna mednarodna valuta.

Pri tem, ali lahko renminbi nekoč postane vodilna mednarodna valuta, moramo upoštevati, da nam ekonomska zgodovina kaže, da je le malo valutam uspelo postati prevladujoče. Tako je nizozemski gulden prevladoval dve stoletji, preden ga je angleški funt, šele po prvi industrijski revoluciji, uspel izpodriniti. Funt je to pozicijo obdržal vse do prve svetovne vojne, ko ga je nadomestil ameriški dolar (de la Dehesa, 2003, str. 1).

Tako lahko iz preteklih zamenjav vodilne valute z novo potegnemo naslednje nauke (de la Dehesa, 2003, str. 1–3):

- Zamenjava prevladujoče valute z novo traja zelo dolgo. Ponavadi uveljavljena valuta obstaja vzporedno z novo valuto še desetletja pred in po tem, ko je prišlo do zamenjave na mestu vodilnega svetovnega gospodarstva.
- Samo države, ki so bolj odprte in aktivne v mednarodni trgovini blaga, storitev in kapitala in so razvile velika trgovalna in finančna središča, so sposobne pripeljati svojo valuto v prevladujočo pozicijo, ne glede na njihovo vojaško moč.
- Na koncu so zasebni ekonomski subjekti tisti, ki se odločijo, katero valuto bodo uporabili za svoje mednarodne transakcije, ne glede na jamstva države izdajateljice. Pri tem upoštevajo, prvič, da je izdana s strani močnega, odprtega in konkurenčnega gospodarstva, ki ima velik delež v svetovni trgovini in finančnih transakcijah. Kot drugo jim je pomembno, da ima država izdajateljica velik, učinkovit, razvit, globok, likviden in dobro reguliran finančni sistem. Velike količine in nizki transakcijski stroški so tisti, ki zasebne ekonomske subjekte na koncu prepričajo, da se odločijo za tujo valuto in tuj finančni sistem.

- Večja kot je prevlada neke valute, večja je potreba po njenih alternativah. Bolj kot delujejo centripetalne sile, ki preko ekonomij obsega krepijo monopolni položaj prevladujoče valute, bolj delujejo tudi centrifugalne sile, ki ustvarjajo potrebo po novih valutah. Večja kot je uporaba neke valute, bolj je likvidna in nižji so stroški poslovanja z njo, kar povečuje njeno privlačnost, ki se konča z naravnim monopolom. Bližje kot je valuta monopolnemu položaju, večja je tudi potreba po diverzifikaciji portfelja finančnih sredstev v druge valute in s tem znižanju tveganja.
- Pričakovani donos v valuto je zelo pomemben pri tem, ali bo valuta postala prevladujoča. Investitorji raje investirajo v valuto z večjim pričakovanim donosom, kljub morebitnim kratkoročnim težavam države izdajateljice.
- Valuta, ki želi doseči prevladujoč položaj, mora biti ne samo močna, ampak tudi dokazano stabilna. Pogosto obojega ni mogoče doseči. Večina ekonomskih subjektov daje prednost dolgoročni stabilnosti valute pred kratkoročno močjo.

Na podlagi teh naukov lahko rečemo, da Kitajsko, če želi pripeljati renminbi na sam vrh mednarodnih valut, čaka še zelo veliko dela in vztrajnosti. Vendar se moramo hkrati zavedati, da je Kitajska skozi svojo zgodovino pravzaprav bila skoraj vseskozi vodilna svetovna gospodarska velesila.

SKLEP

Po približno 200-letnem premoru je uvedba tržnih gospodarskih reform leta 1978 Kitajsko pripeljala oziroma jo še vedno vodi na ponoven vrh največje gospodarske velesile sveta. Kitajska je danes drugo največje gospodarstvo na svetu, ob upoštevanju kupne moči pa že največje. V skladu s tem si Kitajska želi tudi svojo valuto postaviti med najpomembnejše mednarodne valute. S tem namenom se je leta 2004 proaktivno lotila njene internacionalizacije. Proces internacionalizacije je izredno pospešila na prelomu med prvim in drugim desetletjem tega tisočletja, ki sovpada s svetovno finančno krizo.

Kitajski renminbi je danes peta najpogostejše uporabljena valuta v čezmejnih plačilih (2–2,5 %), šesta najpogostejše trgovana valuta na deviznih trgih v letu 2014 (1,82 %) in druga najpomembnejša valuta za financiranje mednarodne trgovine (9,1 % avgusta 2015). Konec leta 2015 je bilo v njem akumuliranih za manj kot 3 % deviznih rezerv centralnih bank in je bil s tem največ peta najpomembnejša rezervna valuta. Po širšem zajemu podatkov je konec leta 2014 vsaj 38 držav v njem hranilo 1,1 % deviznih sredstev, kar ga uvršča na sedmo mesto. V Hong Kongu in še nekaterih svetovnih finančnih centrih se rutinsko trguje s finančnimi produkti, denominiranimi v renminbiju. V 1. četrtletju 2015 je bilo že okoli 23 % vse kitajske mednarodne trgovine poravnane z renminbijem. Tudi to je pripomoglo k temu, da se renminbi vse bolj uporablja v sosednjih državah, Zimbabve pa ga je kot prva tuja država celo razglasil za eno izmed zakonitih plačilnih sredstev. Narašča uporaba renminbija za poravnavo neposrednih in portfeljskih tujih investicij. Prvega oktobra 2016 bo kot peta valuta s tretjo največjo utežjo dodan v košarico valut za izračun vrednosti SDR.

Več kot očitno je, da se je renminbi začel uporabljati kot mednarodna valuta, in to v izjemno kratkem času. Njegove dosedanje visoke relativne rasti lahko pripišemo začetni rasti iz praktično mednarodne neuporabe. Vendar ko primerjamo njegove relativne deleže na različnih področjih mednarodne uporabe, lahko ugotovimo, da še vedno močno zaostaja za že dlje časa uveljavljenimi mednarodnimi valutami, kot so evro, britanski funt, japonski jen in predvsem ameriški dolar. Nemalokrat renminbi za njimi zaostaja za nekajkratni faktor.

Na podlagi tega lahko potrdimo hipotezo, da renminbiju kljub izredno hitri začetni internacionalizaciji manjka še veliko, da bi postal ena izmed vodilnih mednarodnih valut. Obstaja torej še veliko prostora za povečevanje njegove mednarodne rabe, kar mu omogoča že sedanja, še bolj pa mu bo bodoča gospodarska moč Kitajske v svetu. Dosedanji razvoj dogodkov na področju internacionalizacije renminbija vsekakor obeta zelo veliko, ali bo temu tudi v resnici tako, pa bo na koncu tako ali tako odvisno samo od enega – od Kitajske.

LITERATURA IN VIRI

1. Anderlini, J. (2015, 13. avgust). China defends new currency regime. *Financial Times*. Najdeno 3. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d42526ee-418c-11e5-b98b-87c7270955cf.html#axzz41xWIccWc>
2. Autoridade Monetaria de Macau. (2016). *History: The Pataca*. Najdeno 15. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.amcm.gov.mo/en/about-amcm/history/the-pataca>
3. Baković, Z. (2015a, 31. julij). Kitajsko gospodarstvo v iskanju poti. *Svet kapitala, mesečna priloga Dela*, str. 12–13.
4. Baković, Z. (2015b, 31. december). Ko se krivulje obrnejo navzdol. *Delo*, str. 6.
5. BIS – Bank for International Settlements. (2013). *Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results*. Najdeno 13. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>
6. Bloomberg. (2015a, 23. marec). *Why China Wants Yuan to Be the World's 5th Reserve Currency*. Najdeno 15. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-03-23/why-china-wants-its-yuan-to-be-the-world-s-5th-reserve-currency>
7. Bloomberg. (2015b, 30. november). *A Timeline: The Chinese Yuan's Journey to Global Reserve Status*. Najdeno 14. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-30/a-timeline-the-chinese-yuan-s-journey-to-global-reserve-status>
8. Bloomberg. (2016, 6. marec). *China's Pain Points*. Najdeno 9. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/quicktake/china-economy-reform>
9. Boeykens, C. (2007, 5. september). Paper money, a Chinese invention?. Najdeno 17. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.nbbmuseum.be/en/2007/09/chinese-invention.htm>
10. Chan, N. T.L. (2014, 18. februar). Hong Kong as Offshore Renminbi Centre – Past and Prospects. Najdeno 12. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/insight/20140218.shtml>
11. Chang, J. (2016, 27. januarja). Kakšna je razlika med renminbijem in juanom?. *Finance*, str. 10–11.
12. Cheung, Y.-W. (2014). The Role of Offshore Financial Centers in the Process of Renminbi Internationalization. *ADBI Working Paper 472*. Najdeno 22. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/156327/adbi-wp472.pdf>
13. Cheung, Y.-W., & Rime, D. (2014). The offshore renminbi exchange rate: Microstructure and links to the onshore market. *Journal of International Money and Finance*, 49, 170–189.
14. Chinn, M., & Frankel, J. (2005). Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?. *NBER Working Paper No. 11510*. Najdeno 27. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w11510.pdf>
15. CIA – Central Intelligence Agency. (2016). *The World Factbook*. Najdeno 3. januarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>
16. de la Dehesa, G. (2003). The International Role of the Euro. *Fourth quarter 2003 Briefing Paper to the ECON Committee of the European Parliament*. Najdeno 13. aprila 2016 na

http://www.guillermodeladehesa.com/files/the_international_role_of_the_euro.pdf

17. Dobbs, R., Skilling, D., Hu, W., Lund, S., Manyika, J., & Roxburgh, C. (2009). An exorbitant privilege? Implications of the reserve currencies for the competitiveness. Najdeno 15. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.mckinsey.com/global-themes/employment-and-growth/an-exorbitant-privilege>
18. ECB – European Central Bank. (2001). *Review of the International role of the euro*. Najdeno 20. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurointernationalroleen.pdf?f3cf37e6408ff577acedfb7200e28190>
19. ECB – European Central Bank. (2015). *The international role of the euro, July 2015*. Najdeno 7. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201507.en.pdf?c60f8dd0a79d6d5320b46ea9bd151b4f>
20. Economist. (2015, 1. julij). *If the yuan competes with the dollar: Clash of the currencies*. Najdeno 16. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://worldif.economist.com/article/6/what-if-the-yuan-competes-with-the-dollar-clash-of-the-currencies>
21. Eichengreen, B., & Kawai, M. (2014). Issues for Renminbi Internationalization: An Overview. *ADB Working Paper 454*. Najdeno 12. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/156309/adbi-wp454.pdf>
22. Fogel, R. (2011). China's Estimated Economy by the Year 2040: Be warned. V *China in the next 30 Years* (str. 100–107). b.k.: Central Compilation & Translation Press.
23. Frankel, J. A. (1995). Reports of the Dollar's Demise Are Greatly Exaggerated. Najdeno 27. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/DollarsDemise.pdf>
24. Frankel, J. (2012). Internationalization of the RMB and Historical Precedents. *Journal of Economic Integration*, 329–365. Najdeno 11. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/RMBintnztznJEI2012pg329~365.pdf>
25. Gao, H., & Yu, Y. (2011). Internationalisation of the renminbi. *Currency internationalisation: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific* (str. 105–124). Najdeno 20. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap61.pdf>
26. Guo, W. (2012, 27. februar). Renminbi Internationalization: Background and Milestones. *CFA Institute*. Najdeno 6. marca 2016 na spletnem naslovu <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2012/02/27/renminbi-internationalization-background-and-milestones/>
27. HKMA – Hong Kong Monetary Authority. (2012). *Briefing to the Legislative Council Panel on Financial Affairs*. Najdeno 12. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/about-the-hkma/legislative-council-issues/20120301e1.pdf>
28. HKMA – Hong Kong Monetary Authority. (2016a). *Briefing to the Legislative Council Panel on Financial Affairs*. Najdeno 12. aprila 2016 na spletnem naslovu

<http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/about-the-hkma/legislative-council-issues/20160125e1.pdf>

29. HKMA – Hong Kong Monetary Authority. (2016b). *Monthly Statistical Bulletin (April 2016 – Issue No. 260)*. Najdeno 11. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/market-data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/T030302.xls>
30. IMF – International Monetary Fund. (2015a, 30. november). *IMF's Executive Board Completes Review of SDR Basket, Includes Chinese Renminbi*. Najdeno 18. januarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/np/exr/faq/sdrfaq.htm>
31. IMF – International Monetary Fund. (2015b). *Review of the Special Drawing Right (SDR) Currency Basket*. Najdeno 18. januarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/sdrfb.pdf>
32. IMF – International Monetary Fund. (2015c). *Special Drawing Right (SDR)*. Najdeno 18. januarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/sdr.pdf>
33. IMF – International Monetary Fund. (2015d). *World Economic Outlook Database, October 2015*. Najdeno 15. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/index.aspx>
34. IMF – International Monetary Fund. (2016a). *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*. Najdeno 4. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>
35. IMF – International Monetary Fund. (2016b). *International Financial Statistics (IFS)*. Najdeno 26. marca 2016 na spletnem naslovu <http://data.imf.org/?sk=5dabaff2-c5ad-4d27-a175-1253419c02d1&ss=1409151240976>
36. IMF – International Monetary Fund. (b.l.). *Survey on the Holdings of Currencies in Official Foreign Currency Assets 2015*. Najdeno 5. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/en/~media/AF651C1D464A4E21AA94A971A6214818.ashx>
37. International Monetary Institute, Renmin University of China. (2015, julij). *RMB Internationalization Report 2015*. Najdeno 10. marca 2016 na spletnem naslovu <http://files.clickdimensions.com/golddiscoveryfundcom-avren/files/rmbinternationalizationreport2015forrelease.pdf>
38. Kenen, P. B. (1983). *The Role of the Dollar as an International Currency*. New York: The Group of Thirty.
39. Kenen, P. B. (2011). Currency internationalisation: an overview. *Currency internationalisation: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific* (str. 9–18). Najdeno 20. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap61.pdf>
40. Kratz, A. (2015). One Belt, One Road: What's in it for China's economic players? *China Analysis, June 2015*, 8–10. Najdeno 31. maja 2016 na spletnem naslovu http://www.ecfr.eu/page/-/China_analysis_belt_road.pdf
41. Lee, D., Moon, M., Mullor, P., L'Ortye, S., Raymaekers, W., Thorsen, A., & Yang, E. (2015). Renminbi's stellar ascension: Are you on top of it?. *RMB Tracker: Sibos 2015*

- Edition*. Najdeno 5. aprila 2016 na spletnem naslovu <https://www.swift.com/file/15361/download?token=g4DxSYpc>
42. Legislative Council of the Hong Kong. (2013). *Offshore Renminbi Centre*. Najdeno 10. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.legco.gov.hk/research-publications/english/1314rb02-offshore-renminbi-centre-20131212-e.pdf>
 43. Li, D. (2011). Prospects for the Next 30 Years. V *China in the next 30 Years* (str. 30–36). b.k.: Central Compilation & Translation Press.
 44. Liu, C. (2015, 2. november). Chinese OBOR-linked investments to boost RMB internationalization. *China Daily*. Najdeno 7. marca 2016 na spletnem naslovu http://www.chinadaily.com.cn/world/2015-11/02/content_22350361.htm
 45. Luedi, J. (2016, 6. januar). Zimbabwe adopts yuan as legal tender. *Global Risk Insights*. Najdeno 15. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://globalriskinsights.com/2016/01/zimbabwe-adopts-yuan-as-legal-tender/>
 46. Maddison, A. (b.l.). Historical Statistics of the World Economy: 1–2008 AD. Najdeno 19. februarja 2016 na spletnem naslovu http://www.ggdc.net/maddison/Historical_Statistics/horizontal-file_02-2010.xls
 47. Moore, E., & Noble, J. (2014, 14. oktober). UK takes first orders for debut renminbi bond. *Financial Times*. Najdeno 10. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/8d157620-5388-11e4-929b-00144feab7de.html>
 48. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV Založba.
 49. Mulvey, S. (2010, 26. junij). Why China's currency has two names. *BBC*. Najdeno 5. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.bbc.com/news/10413076>
 50. *Network Effects*. Najdeno 26. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://oz.stern.nyu.edu/io/network.html>
 51. Otero-Iglesias, M. (2014). *The Euro, the dollar and the global financial crisis: Currency challenges seen from emerging markets*. Abingdon: Routledge.
 52. PBoC – People's Bank of China. (2015a). *Annual Report 2014*. Najdeno 27. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.pbc.gov.cn/english/130739/2166049/index.html>
 53. PBoC – People's Bank of China. (2015b). *The PBC Spokesman Answered Press Questions on Improving Quotation of the RMB Central Parity*. Najdeno 15. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2941606/index.html>
 54. PBoC – People's Bank of China. (b.l.). *About PBC*. Najdeno 3. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.pbc.gov.cn/english/130712/index.html>
 55. Prasad, E. S. (2014). *The Dollar Trap*. Princeton: Princeton University Press.
 56. Prasad, E. S. (2016). *China's Efforts to Expand the International Use of the Renminbi*. Najdeno 22. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.brookings.edu/~media/research/files/reports/2016/02/04-china-international-use-renminbi-prasad/rmbreportfinal.pdf>
 57. Rašković, M. (2015, 1. september). Kitajska psihologija »presežne vode«. *Delo*, str. 5.
 58. Rašković, M. (2016, 6. februar). Lovljenje ravnotežja v letu nagajive in nepredvidljive opice. *Sobotna priloga, Delo*, str. 12–13.

59. Ribnikar, I. (1999a). *Monetarna ekonomija I. (denar, finančne institucije in denarna politika)* (1. izdaja). Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani.
60. Ribnikar, I. (1999b). *Monetarna ekonomija II. Mednarodni denarni sistem*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani.
61. Saje, M. (2012). Proces postopnega vključevanja Kitajske v svetovno gospodarstvo. V J. S. Rošker & N. Vampelj Suhadolnik (ur.), *Tradicija v objemu modernosti: Stoletje kitajskega preporoda* (str. 23–46). Ljubljana: Znanstvena založba Filozofske fakultete Univerze v Ljubljani.
62. Saje, M. (2015). *Zgodovina Kitajske*. Ljubljana: Slovenska matica.
63. Salvatore, D. (2007). *International economics* (9th Edition). Hoboken: John Wiley & Sons.
64. Sekulič Lafitta, A. (2016, 29. februar). Trg kitajskih obveznic je že drugi največji, za ZDA. *Delo*, str. 30.
65. SWIFT – Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication. (2011, november). *SWIFT RMB Tracker*. Najdeno 15. marca 2016 na spletnem naslovu <https://www.swift.com/file/16596/download?token=KeiZP3EK>
66. SWIFT – Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication. (2016, januar). *RMB Tracker*. Najdeno 15. marca 2016 na spletnem naslovu https://www.swift.com/sites/default/files/resources/swift_bi_rmbtracker_slides_january16.pdf
67. SWIFT – Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication. (b.l.). *RMB Tracker document centre*. Najdeno 15. marca 2016 na spletnem naslovu <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/document-centre#topic-tabs-menu>
68. U.S. Department of the Treasury. (2016). *Major foreign holders of Treasury securities*. Najdeno 17. marca 2016 na spletnem naslovu <http://ticdata.treasury.gov/Publish/mfhhis01.txt>
69. World Bank. (2016). *World DataBank: World Development Indicators*. Najdeno 15. marca 2016 na spletnem naslovu <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&country=CHN&series=&period=#>
70. Yu, Yongding. (2014). How Far Can Renminbi Internationalization Go?. *ADB Working Paper* 461. Najdeno 30. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/156316/adbi-wp461.pdf>
71. Zhang, L., & Tao, K. (2014). The Benefits and Costs of Renminbi Internationalization. *ADB Working Paper* 481. Najdeno 12. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/156336/adbi-wp481.pdf>

PRILOGE

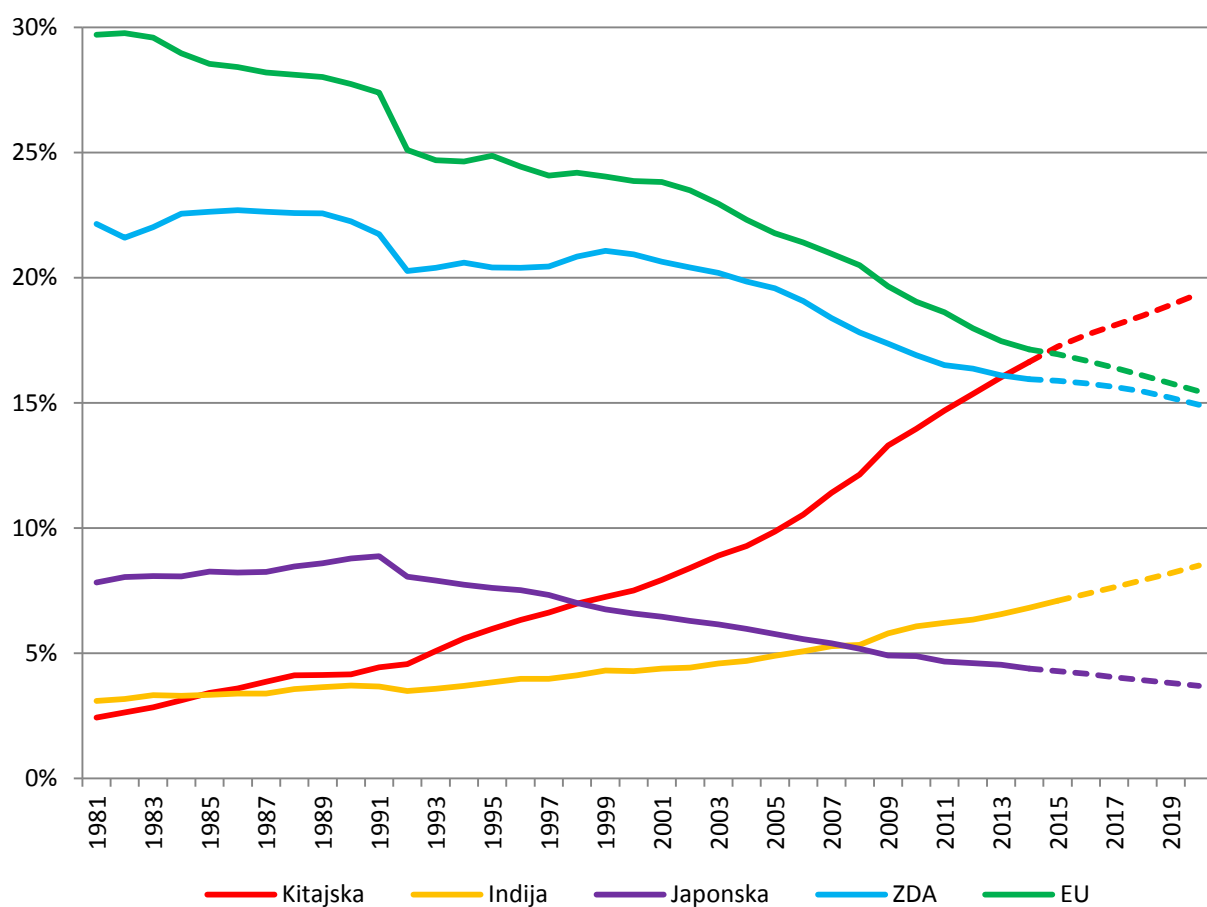
KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam kratic	1
Priloga 2: Odstotni deleži držav ali zvez v svetovnem bruto domačem proizvodu po pariteti kupne moči v obdobju 1981–2020	2
Priloga 3: Odstotni deleži držav v svetovnem blagovnem izvozu v obdobju 1977–2014	3
Priloga 4: Odstotni deleži držav v svetovni blagovni trgovini v obdobju 1977–2014	4
Priloga 5: Odstotni delež porabe gospodinjstev, izvoza in investicij v osnovna sredstva v bruto domačem proizvodu Kitajske in ZDA v obdobju 1977–2014	5
Priloga 6: Bilanca tekočega računa plačilne bilance ZDA in Kitajske v milijardah ameriških dolarjev in v odstotnem deležu njunega bruto domačega proizvoda v obdobju 1997–2020	6
Priloga 7: Devizne rezerve v milijardah ameriških dolarjev na koncu četrtega v obdobju 1990–2015	7
Priloga 8: Odstotni delež porabe gospodinjstev in stopnje varčevanja v bruto domačem proizvodu Kitajske in ZDA v obdobju 1977–2014	8
Priloga 9: Odstotni deleži kmetijstva, industrije in storitev v bruto domačem proizvodu Kitajske in ZDA v obdobju 1977–2014	9
Priloga 10: Obseg kitajske zunanjetrgovinske poravnave v renminbiju v milijardah juanov v obdobju 2009–2014	10
Priloga 11: Odstotni deleži držav po vrednosti čezmejnih plačil v renminbiju v sporočilih v omrežju SWIFT decembra 2015	11
Priloga 12: Odstotni deleži valut v povprečnem dnevnem trgovanju na svetovnih deviznih trgih v aprilu 2013	12
Priloga 13: Lestvica valut z največjim deležem v povprečnem dnevnem aprilskem trgovanju na svetovnih deviznih trgih v obdobju 1998–2013	13
Priloga 14: Odstotni deleži valut po vrednosti izdanih s tujino izmenjanih dokumentarnih akreditivov v avgustu 2015	14
Priloga 15: V renminbiju denominirani depoziti v Hong Kongu konec meseca v obdobju februar 2004–februar 2016 v milijardah juanov	15
Priloga 16: V renminbiju denominirana posojila v Hong Kongu konec leta v milijardah juanov v obdobju 2010–2015	16
Priloga 17: Vrednost in stanje izdaj (v milijardah juanov) ter število izdaj v renminbiju denominiranih obveznic v Hong Kongu v obdobju 2007–2014	17

Priloga 1: Seznam kratic

BDP	bruto domači proizvod
CNH	oznaka za kotacijo renminbija v Hong Kongu
CNY	oznaka za kotacijo renminbija na Kitajskem
EU	Evropska unija
IMF	Mednarodni denarni sklad
PBoC	Ljudska banka Kitajske (centralna banka)
QFII	Qualified Foreign Institutional Investor
RQFII	Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor
SDR	posebne pravice črpanja
SWIFT	Združenje za svetovno medbančno finančno telekomunikacijo
ZDA	Združene države Amerike

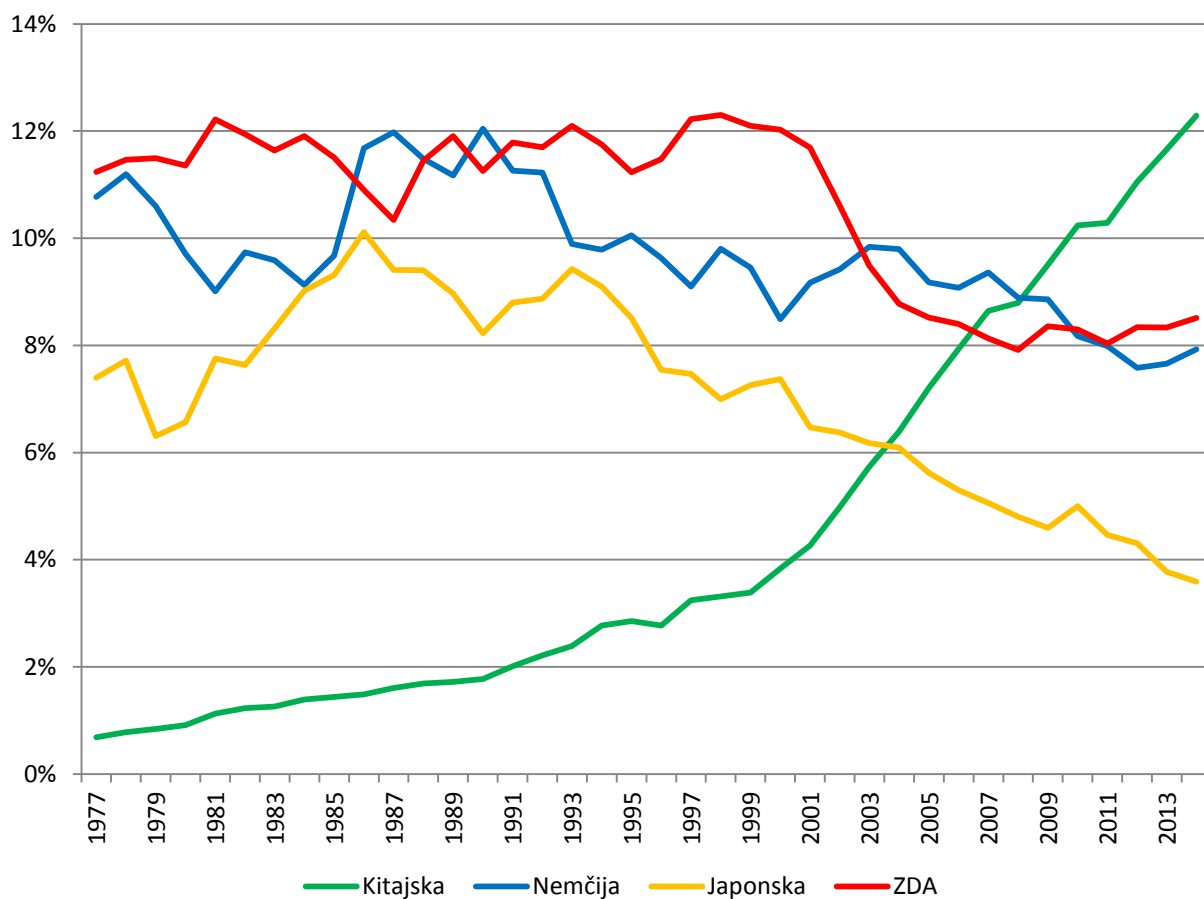
Priloga 2: Odstotni deleži držav ali zvez v svetovnem bruto domačem proizvodu po pariteti kupne moči v obdobju 1981–2020



Legenda: V obdobju 2015–2020 gre za napovedi (Indija 2016–2020).

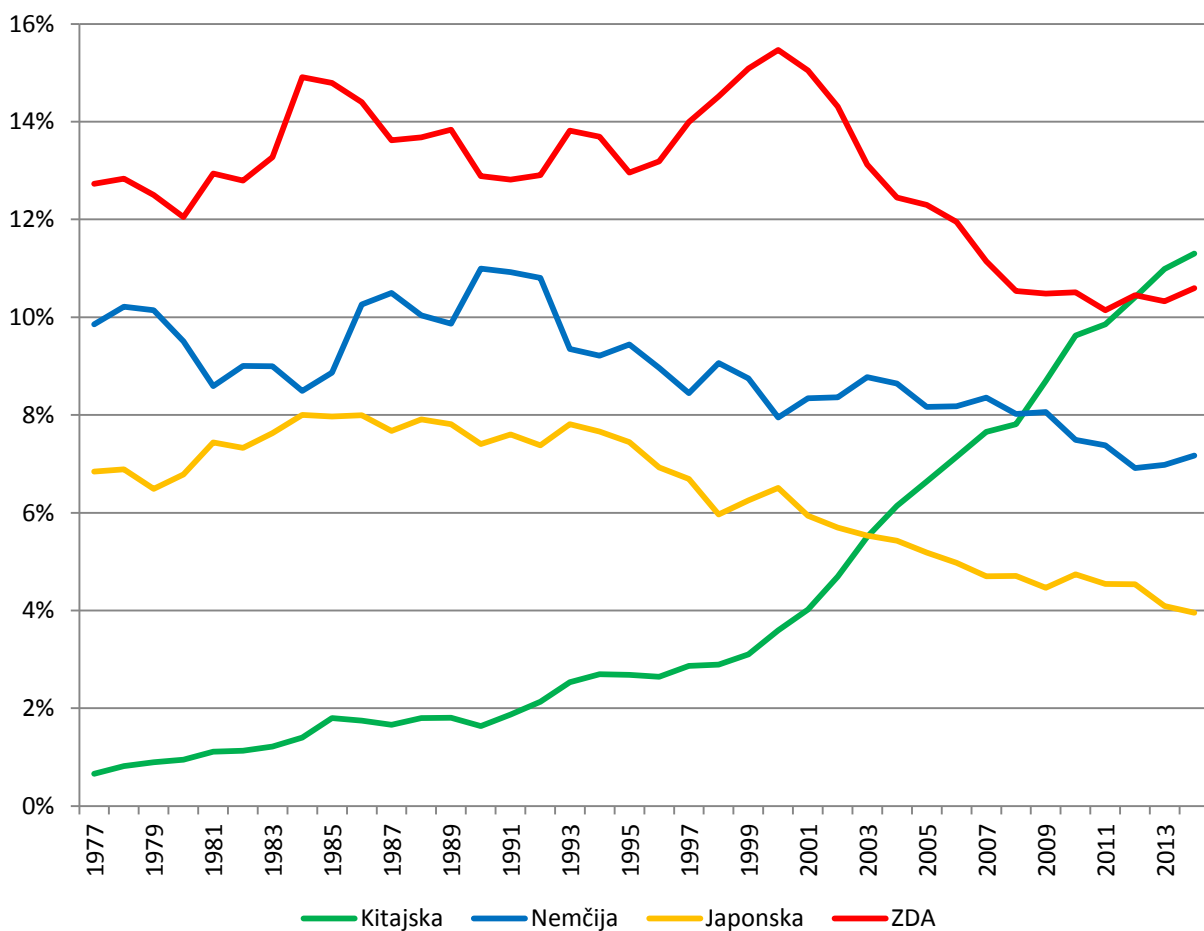
Vir: IMF, World Economic Outlook Database, October 2015, 2015d.

Priloga 3: Odstotni deleži držav v svetovnem blagovnem izvozu v obdobju 1977–2014



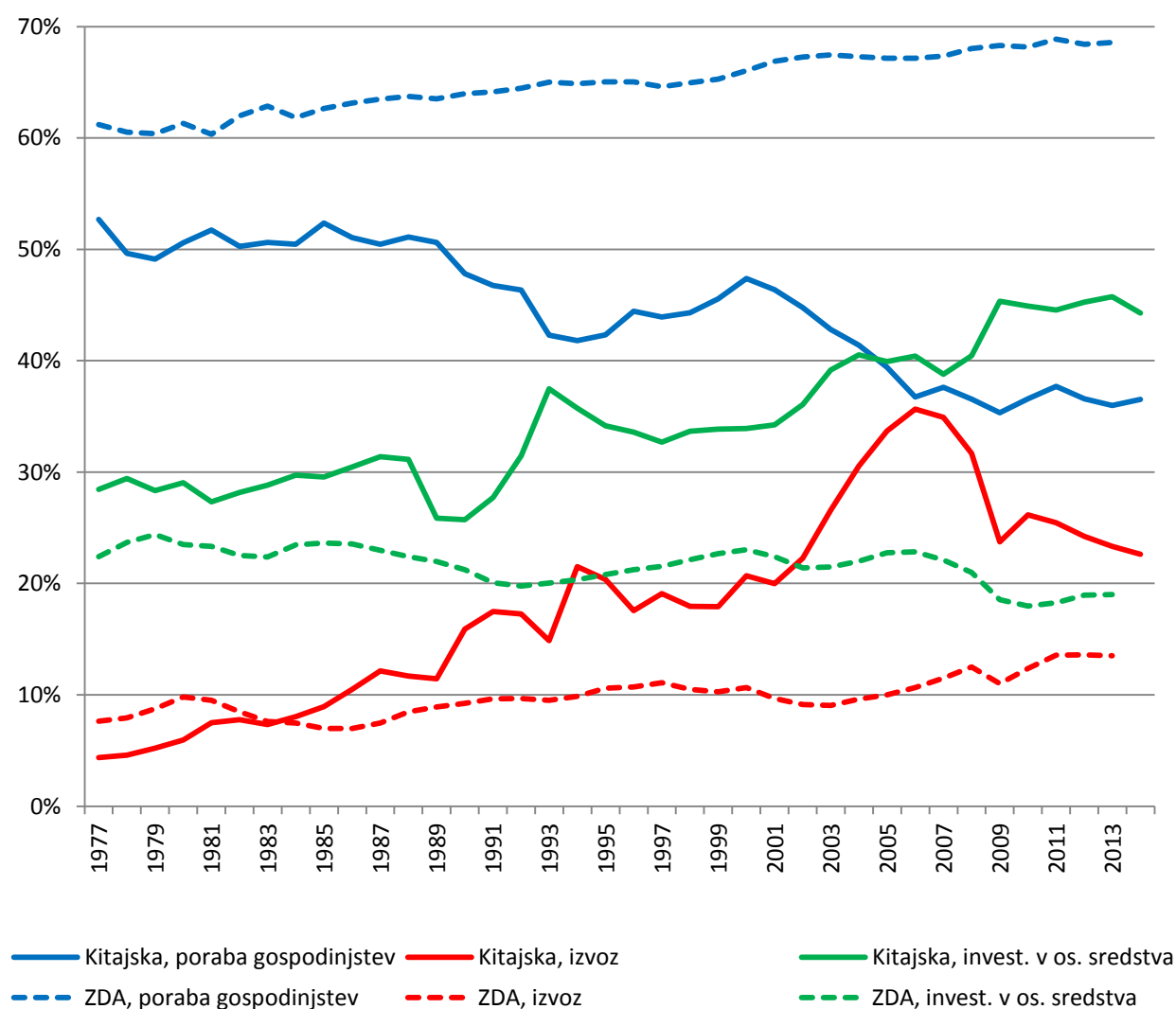
Vir: World Bank, World DataBank: World Development Indicators, 2016.

Priloga 4: Odstotni deleži držav v svetovni blagovni trgovini v obdobju 1977–2014



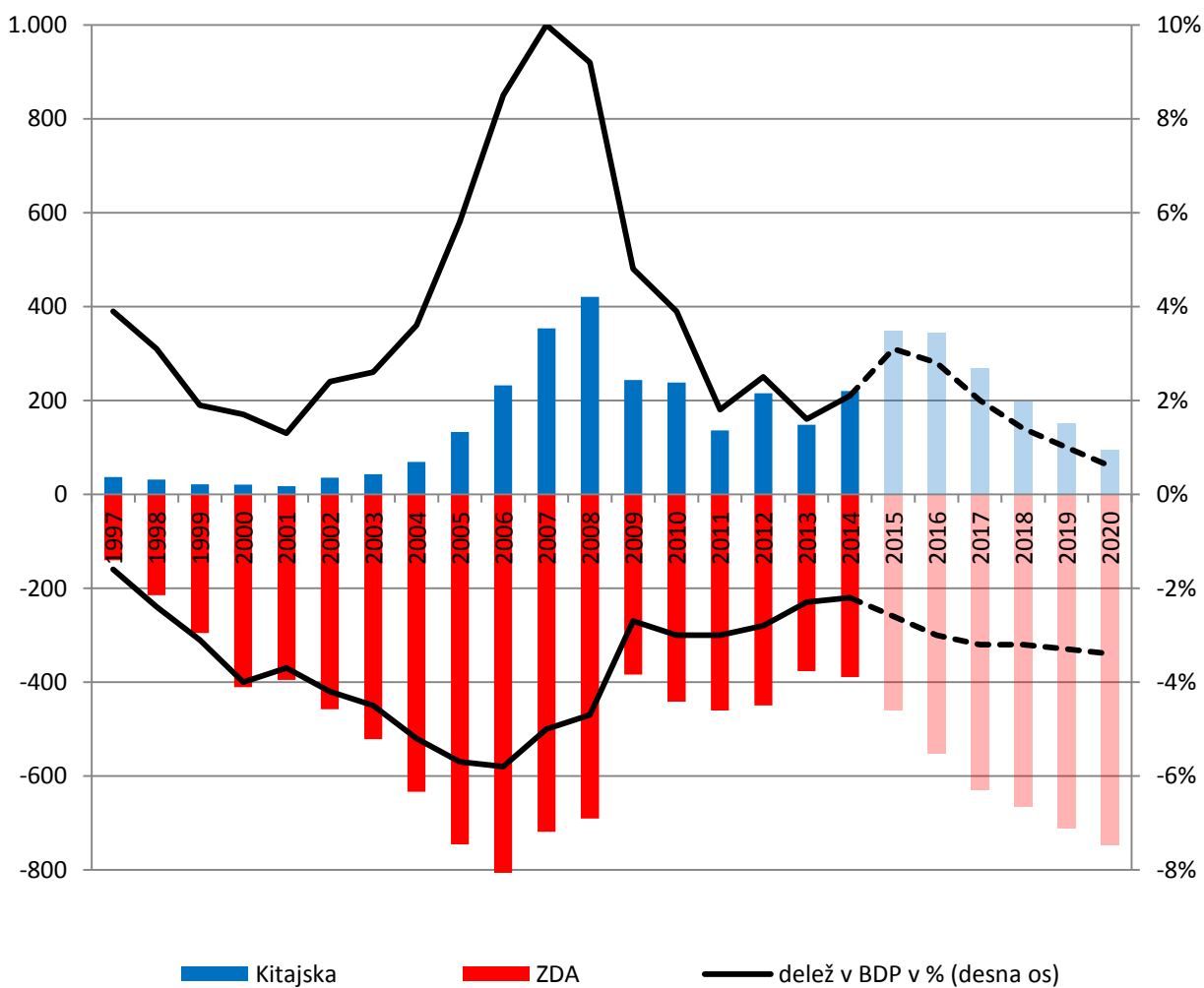
Vir: World Bank, World DataBank: World Development Indicators, 2016.

Priloga 5: Odstotni delež porabe gospodinjestev, izvoza in investicij v osnovna sredstva v bruto domačem proizvodu Kitajske in ZDA v obdobju 1977–2014



Vir: World Bank, World DataBank: World Development Indicators, 2016.

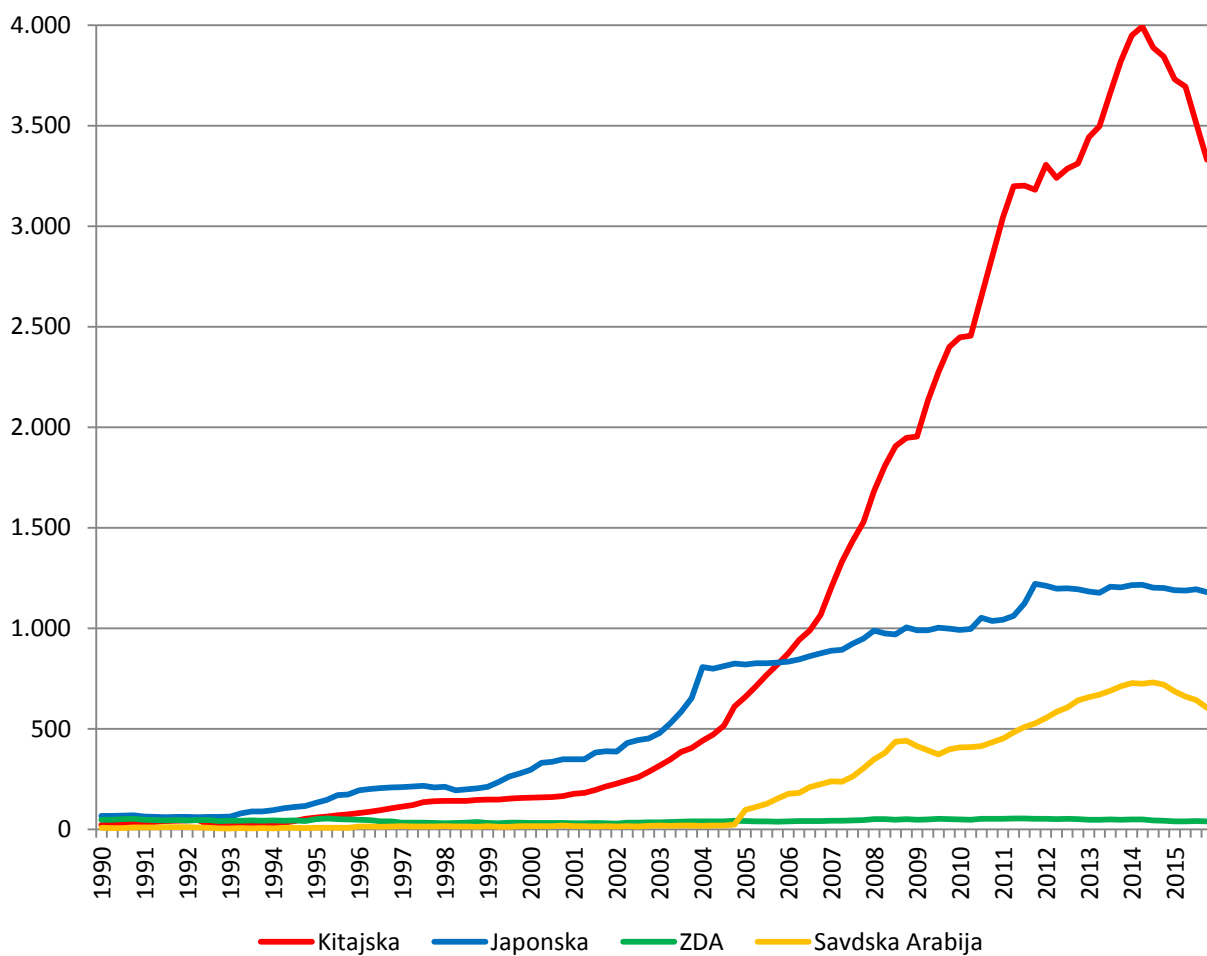
Priloga 6: Bilanca tekočega računa plačilne bilance ZDA in Kitajske v milijardah ameriških dolarjev in v odstotnem deležu njenega bruto domačega proizvoda v obdobju 1997–2020



Legenda: V obdobju 2015–2020 gre za napovedi.

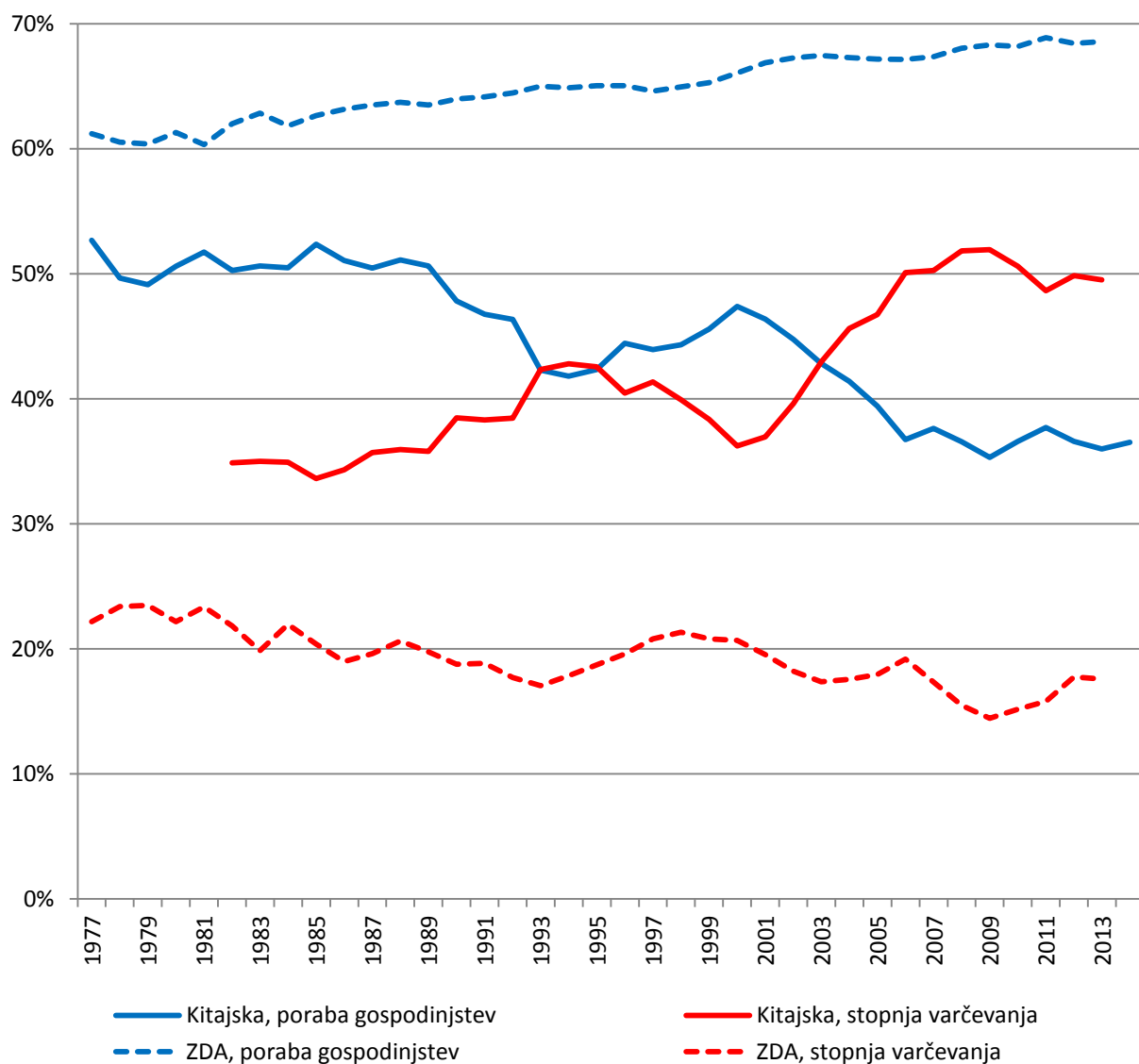
Vir: IMF, World Economic Outlook Database, October 2015, 2015d.

Priloga 7: Devizne rezerve v milijardah ameriških dolarjev na koncu četrtertletja v obdobju 1990–2015



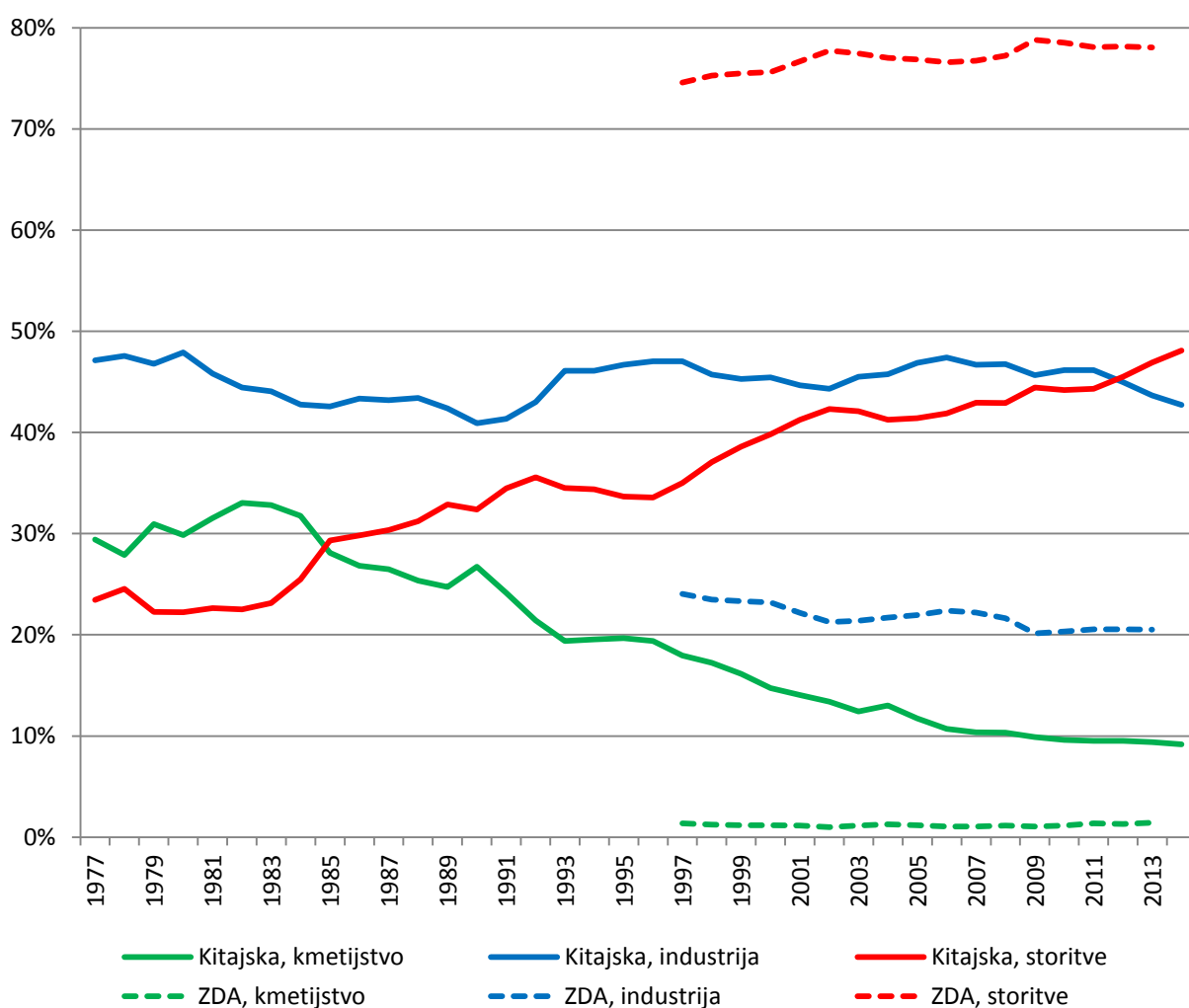
Vir: IMF, International Financial Statistics, 2016b.

Priloga 8: Odstotni delež porabe gospodinjstev in stopnje varčevanja v bruto domačem proizvodu Kitajske in ZDA v obdobju 1977–2014



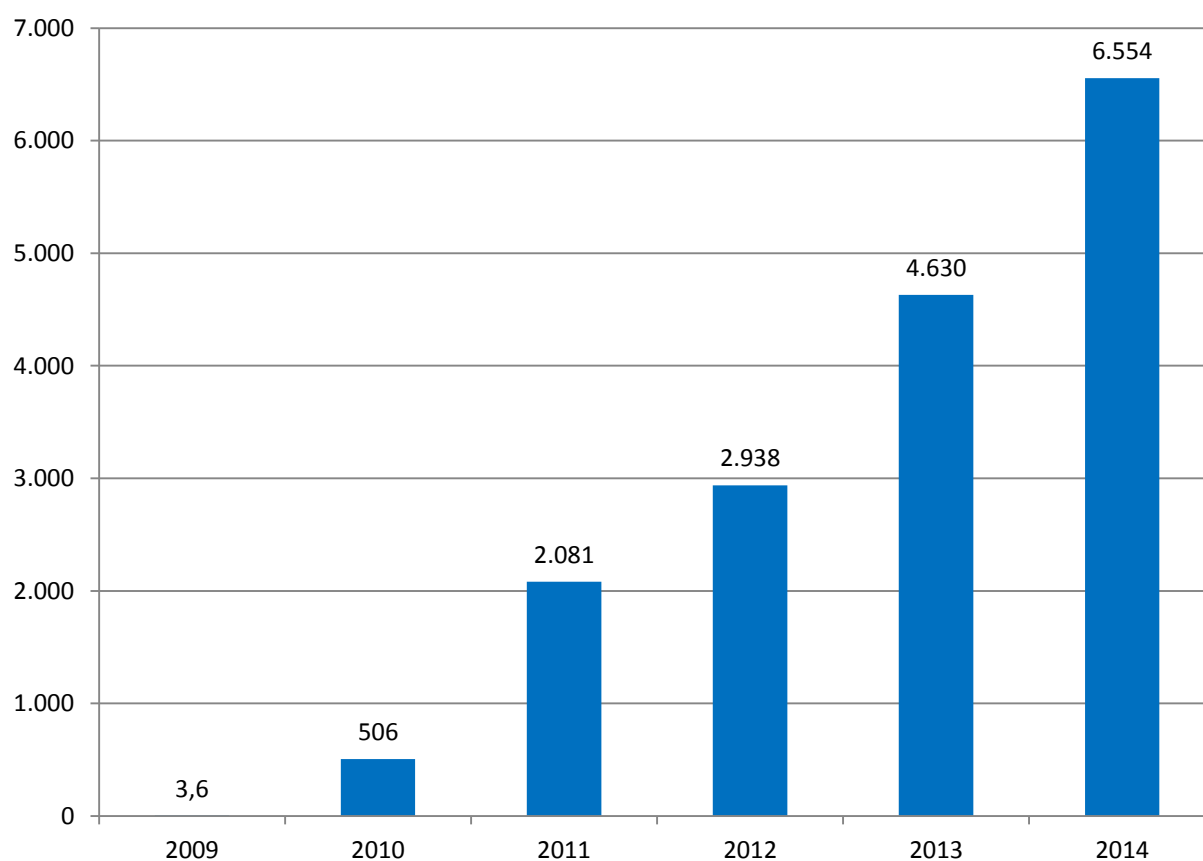
Vir: World Bank, World DataBank: World Development Indicators, 2016.

Priloga 9: Odstotni deleži kmetijstva, industrije in storitev v bruto domačem proizvodu Kitajske in ZDA v obdobju 1977–2014



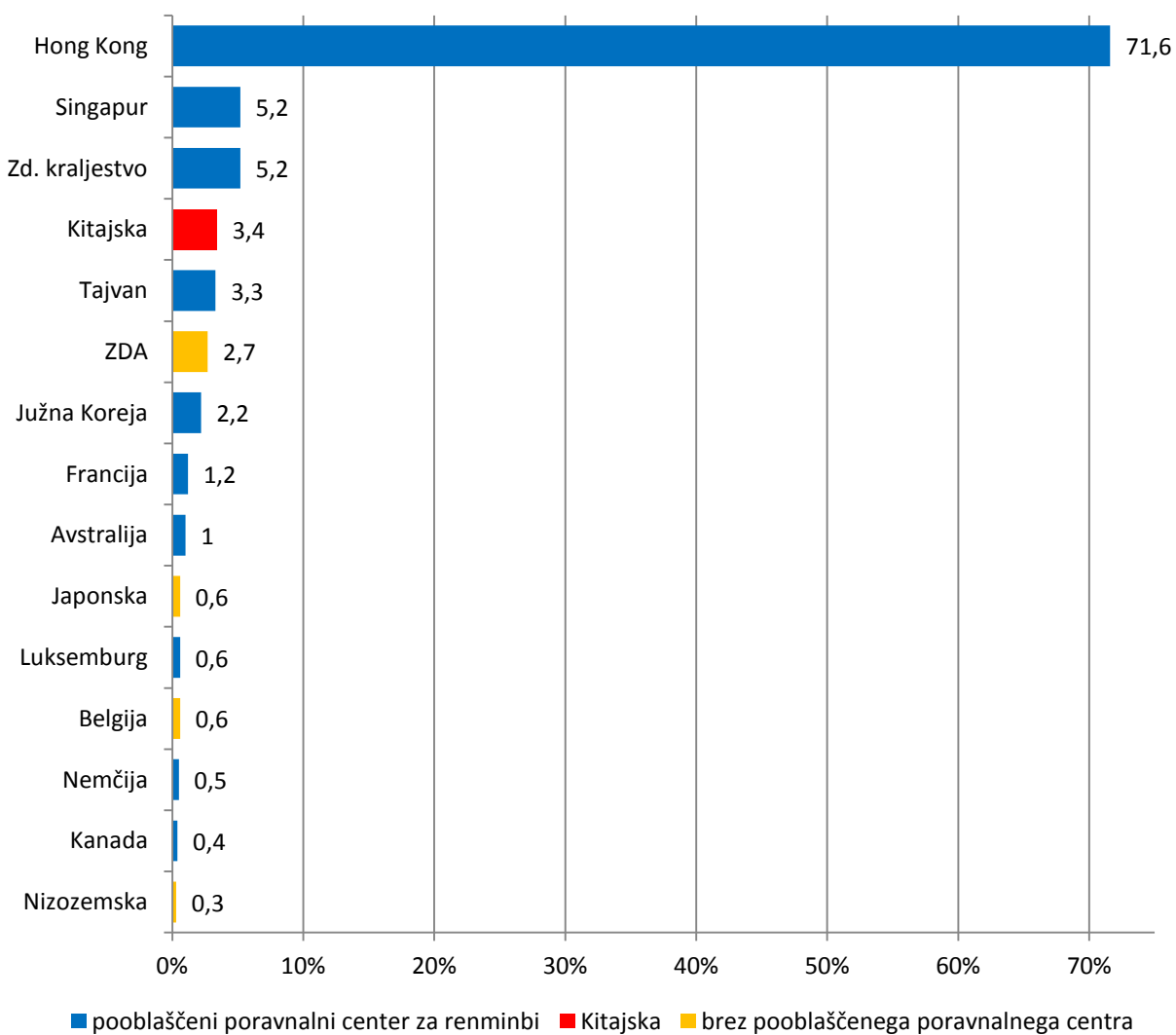
Vir: World Bank, World DataBank: World Development Indicators, 2016.

Priloga 10: Obseg kitajske zunanjetrgovinske poravnave v renminbiju v milijardah juanov v obdobju 2009–2014



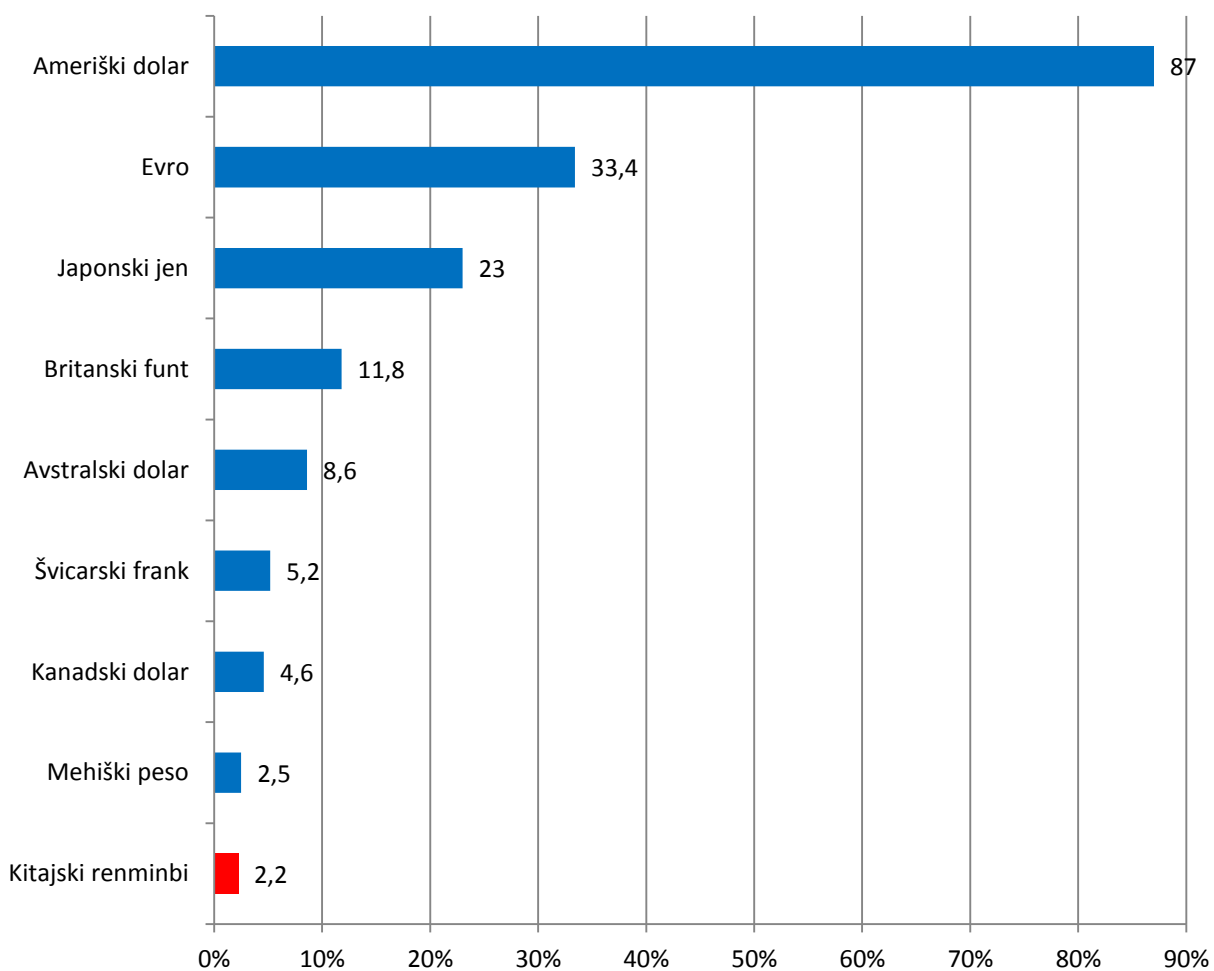
Vir: PBoC, Annual Report 2014, 2015a, str. 175.

Priloga 11: Odstotni deleži držav po vrednosti čezmejnih plačil v renminbiju v sporočilih v omrežju SWIFT decembra 2015



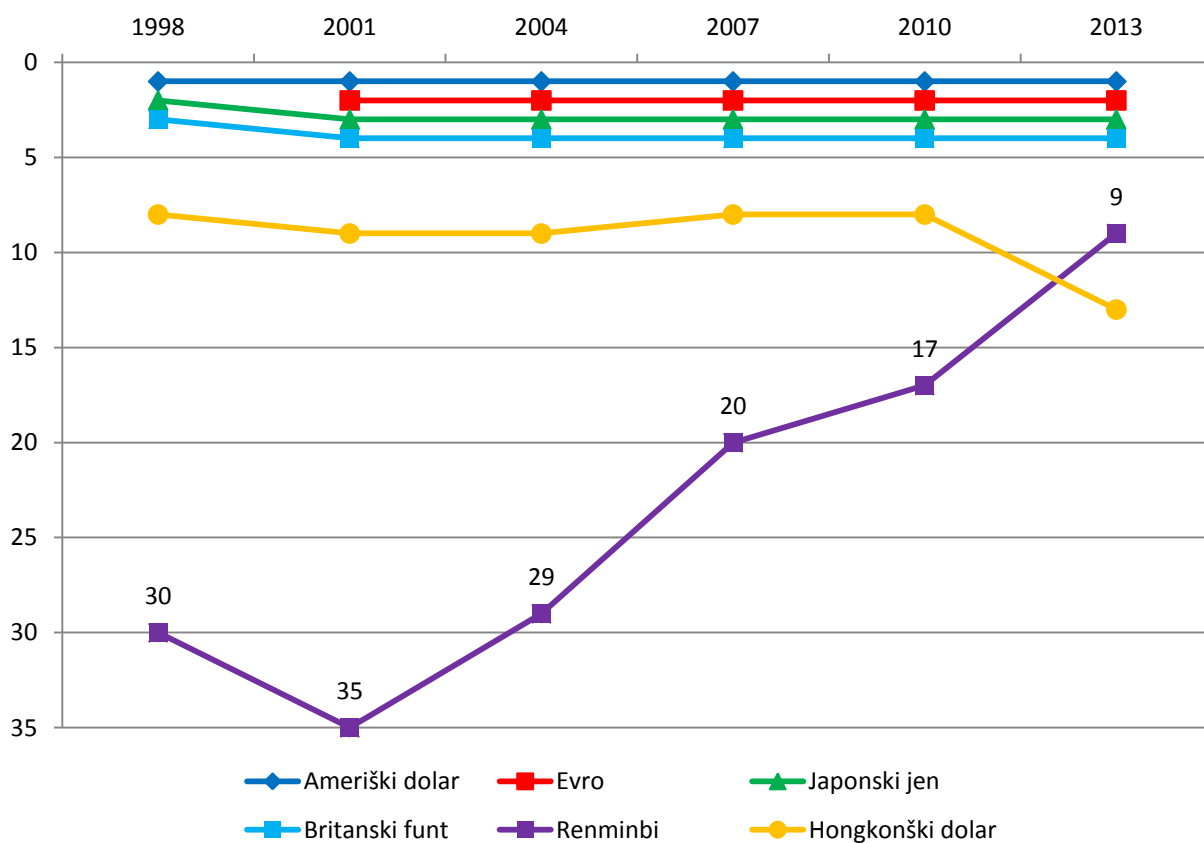
Vir: SWIFT, RMB Tracker, 2016, str. 6.

Priloga 12: Odstotni deleži valut v povprečnem dnevnem trgovanju na svetovnih deviznih trgih v aprilu 2013



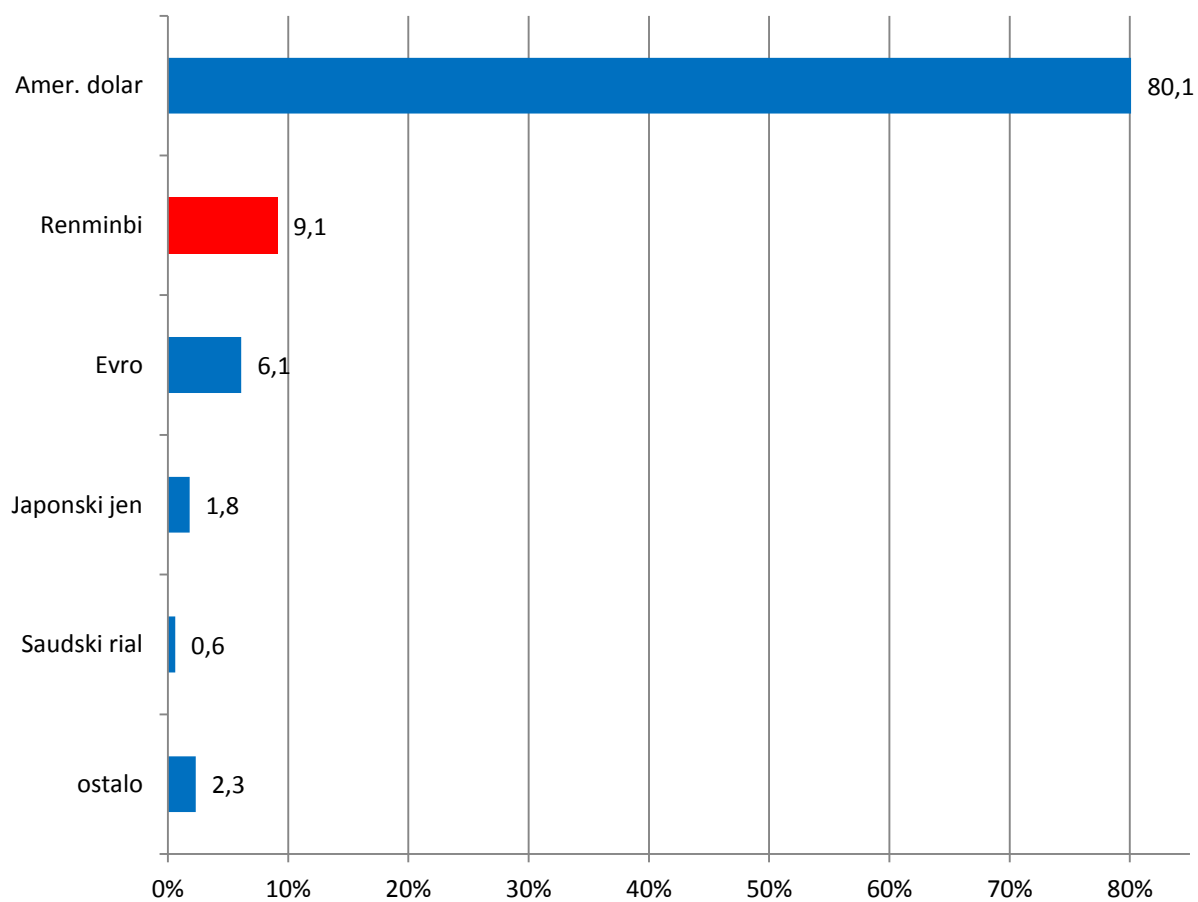
Vir: BIS, Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results, 2013, str. 10.

Priloga 13: Lestvica valut z največjim deležem v povprečnem dnevnem aprilskem trgovanju na svetovnih deviznih trgih v obdobju 1998–2013



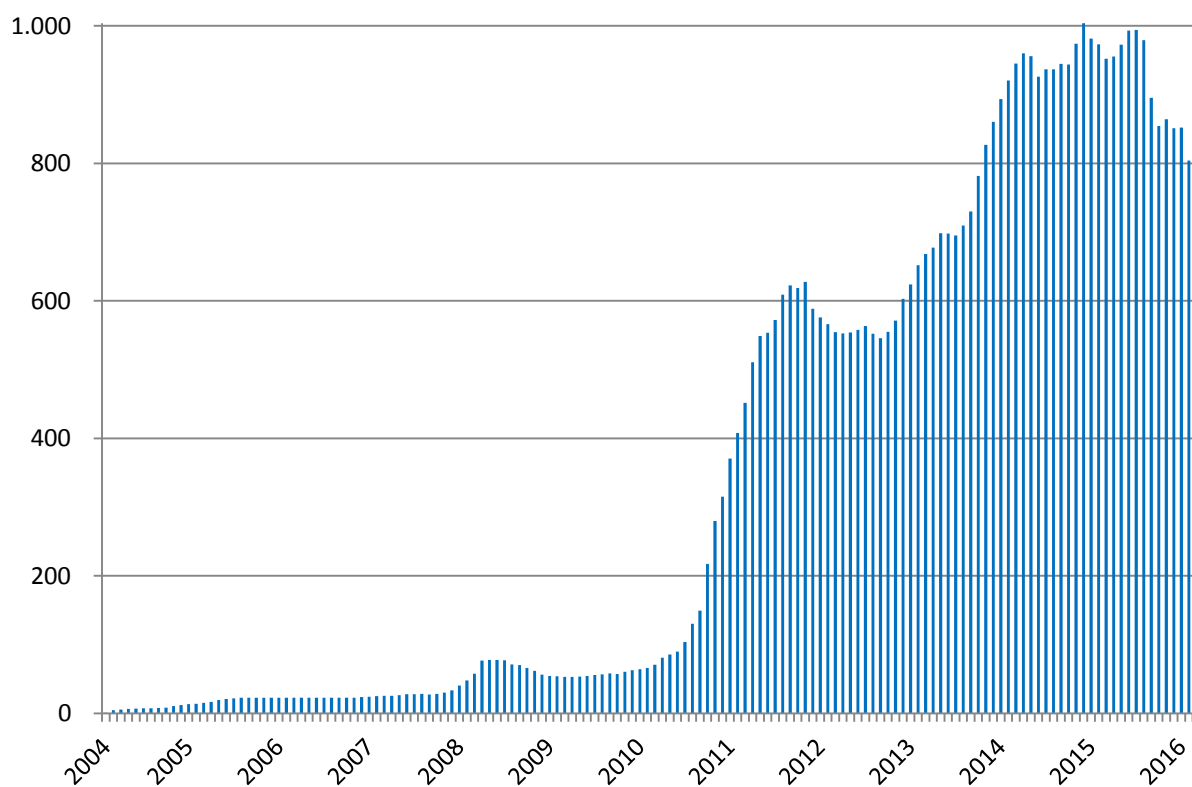
Vir: BIS, Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results, 2013, str. 10.

Priloga 14: Odstotni deleži valut po vrednosti izdanih s tujino izmenjanih dokumentarnih akreditivov v avgustu 2015



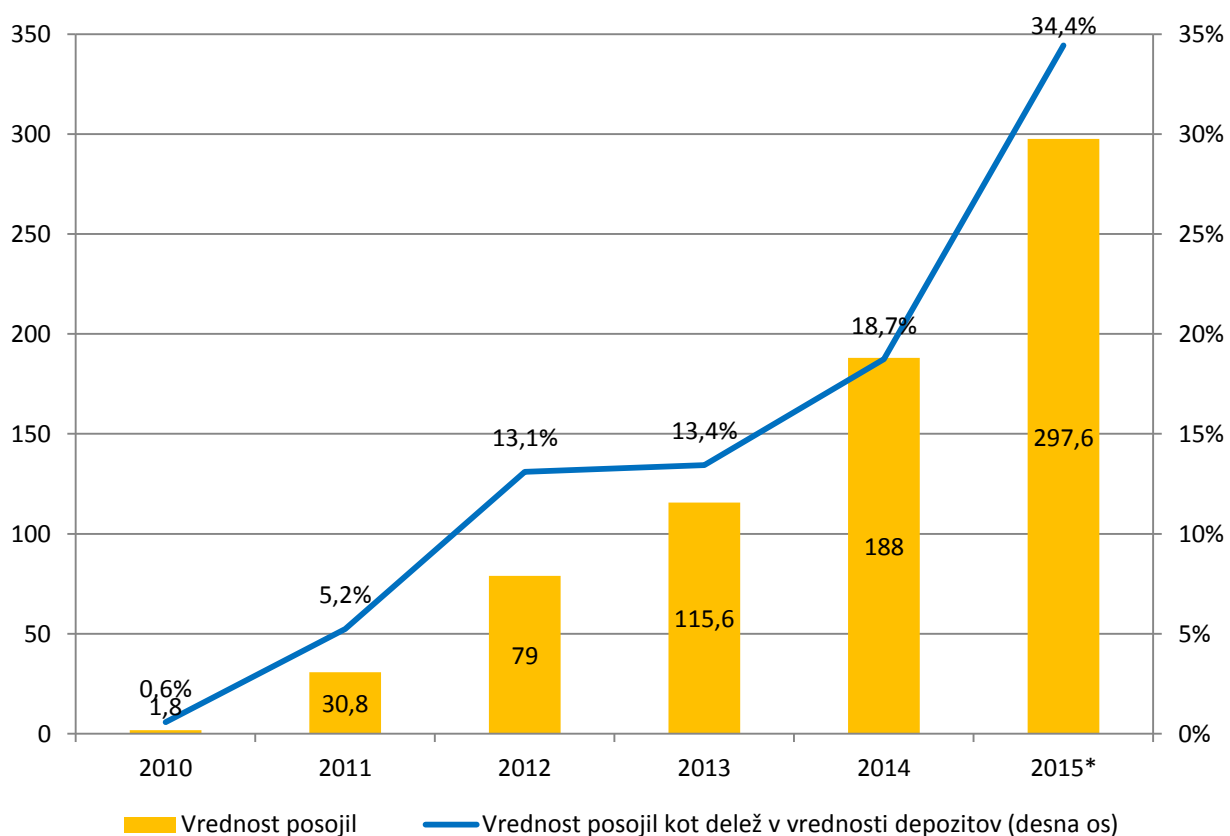
Vir: D. Lee et al., Renminbi's stellar ascension: Are you on top of it?, 2015, str. 9.

Priloga 15: V renminbiju denominirani depoziti v Hong Kongu konec meseca v obdobju februar 2004–februar 2016 v milijardah juanov



Vir: HKMA, Monthly Statistical Bulletin (April 2016 – Issue No. 260), 2016b.

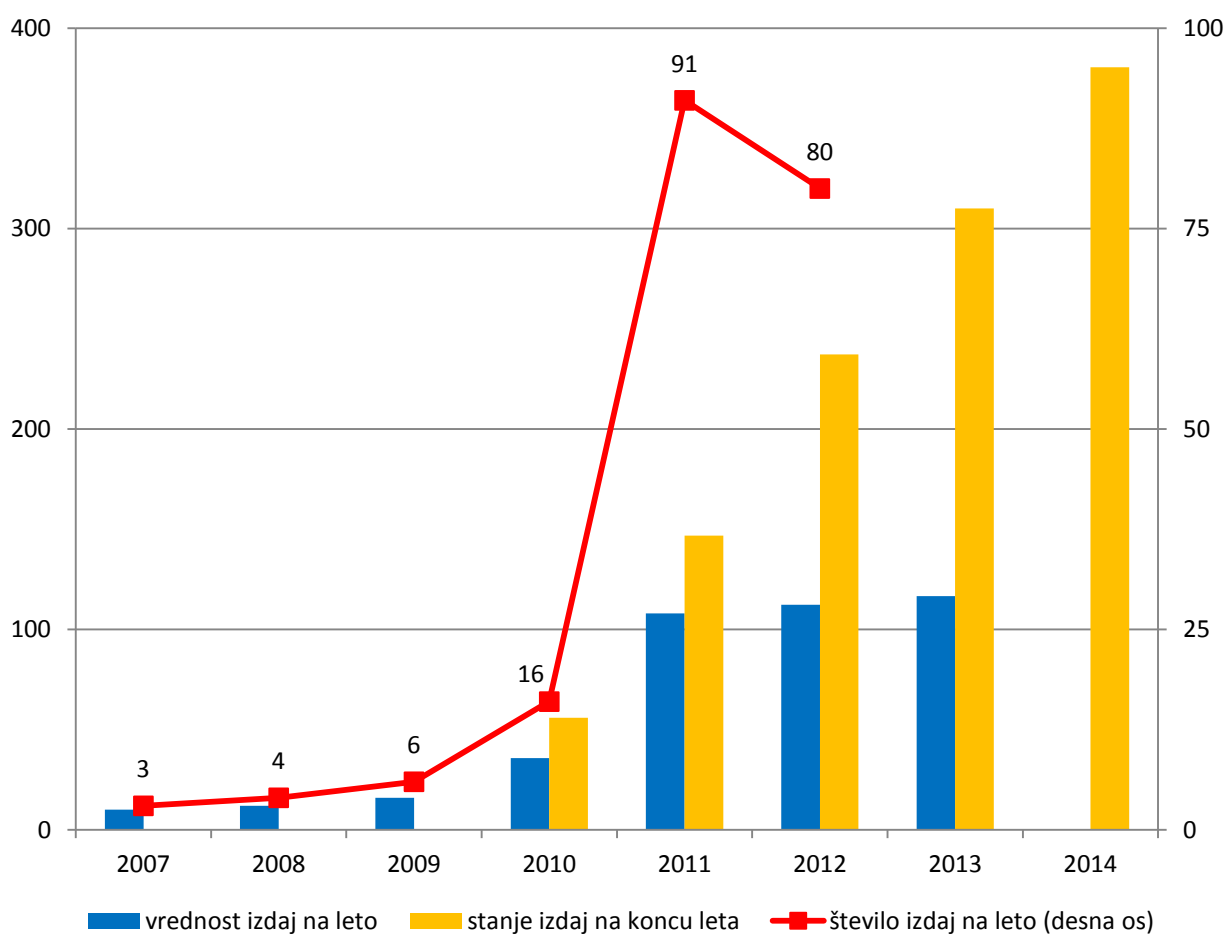
**Priloga 16: V renminbiju denominirana posojila v Hong Kongu konec leta v milijardah
juanov v obdobju 2010–2015**



Legenda: *Konec novembra.

Vir: Povzeto in prirejeno po HKMA, *Briefing to the Legislative Council Panel on Financial Affairs*, 2012, str. 58;
 HKMA, *Briefing to the Legislative Council Panel on Financial Affairs*, 2016a, str. 68;
 HKMA, *Monthly Statistical Bulletin (April 2016 – Issue No. 260)*, 2016b.

Priloga 17: Vrednost in stanje izdaj (v milijardah juanov) ter število izdaj v renminbiju denominiranih obveznic v Hong Kongu v obdobju 2007–2014



Vir: N. T.L. Chan, *Hong Kong as Offshore Renminbi Centre*, 2014; HKMA, *Briefing to the Legislative Council Panel on Financial Affairs*, 2016a, str. 68; Legislative Council of the Hong Kong, *Offshore Renminbi Centre*, 2013, str. 5.