

Идва ли краят на долара като резервна валута?

Весела Тодорова*

Резюме: Международните пари обслужват международния икономически обмен. Те възникват като резултат от интернационализацията на националните валути или като наднационални пари. В първия случай международните пари са представени от валути, които изпълняват парични функции зад пределите и извън юрисдикцията на съответната страна-емитент. Във втория случай това са регионални или глобални валути, създадени на основата на колективни споразумения между страните.

В статията се анализират природата на международните пари и техните присъщи функции. След последната финансова криза усилено се търси отговор на въпроса възможно ли е щатският долар да бъде заменен с друга международна валута без сътресения в световната икономика.

Авторът на настоящата статия се включва в дискусията по тази тема, проследявайки ролята на резервните валути. Замяната на една световна валута с друга е закономерен процес. Сегашният световен икономически ред, основан на превъзходството на долара, вече се пропуква. Дობлижава ли се светът до момента, когато доларът е възможно да падне от трона на

валута-доминант? С каква валута може да бъде заменен той? Авторът разглежда четири възможности – на еврото, на ренминби, на валута „икона“ и на криптовалута.

Ключови думи: Валута-номинален стълб, международна валута, дилемата на Triffin, средство за разплащане, разчетна единица, средство за съхранение на стойността, интернационализация на валутата.

JEL: E40, E42, F01, G10, G14, G18.

Флуктуациите на валутния курс на щатския долар, качеството на дълга, деноминиран в щатски долари, по време на последната финансова криза изостриха въпроса – колко дълго американската валута може да бъде основната резервна валута, или кога и как тя може да бъде заменена от друга валута. От друга страна, немалко са и коментарите относно ползите и разходите при емитирането на международна валута; как се появяват международните валути и възможно ли е да бъдат заменени без сътресения в световната икономика?

Историята показва как глобалната икономическа система често функционира върху асиметрична зависимост в икономиката на страната с валутата – номинален стълб, който поддържа постоянен дефи-

* Весела Тодорова е доктор, доцент в катедра „МИО и бизнес“ на УНСС.

цит по текущата сметка, за да се осигури световната ликвидност. За сметка на поевтино финансиране, останалите страни осигуряват желаната парична ликвидност.

Такава икономическа система често изпада в криза. Чрез осигуряването на все повече ликвидност при разрастване на световната икономика ставаме свидетели на увеличаване на дълговата тежест за сметка на поддържаня постоянен дефицит по търговската сметка в платежния баланс на страната с валутата-номинален стълб. По този начин се подкопава доверието в цялата парична система. Този сценарий, известен като *Дилемата на Triffin (Triffin dilemma)*, за първи път е описан във връзка с Бретън-Уудската валутна система от Robert Triffin.

През 1944 г. с Бретънуудското валутно споразумение в развитите страни се установява привързан валутнокурсоев режим за валутите им към щатския долар. Според това споразумение, щатската валута се превръща във валута-номинален стълб. Най-големите златни резерви, с които разполагат САЩ по това време, определят за щатския долар ключовата му позиция до наши дни. САЩ се ангажират да конвертират всеки един долар в равностойността му в злато. Отново се появява необходимостта от поддържане на дефицит за осигуряване на Европа с ликвидност.

В началото на 70-те години на миналото столетие страните започват да продават долари срещу злато за ограничаване на инфлацията. Вместо да позволи на инвеститорите да изпразнят американския златен трезор Fort Knox, президентът Nixon отвързва долара от златото. До тогава американската валута е световна резервна валута-доминант. Това става причина за колапса на Бретън-Уудската валутна система и демонетизацията на златото през 1971 г.

През 1999 г. ЕС стартира еврото – общата европейска валута, като част от проекта за създаване на интегриран пазар

между страните членки. Първоначално официалните власти на съюза се разделят на две относно интернационалната роля на еврото. Подозрителна е позицията на Германия спрямо всичко, което може да попречи на антиинфлационната парична политика. Размерът и силата на европейските икономики отреждат на еврото второ място, след щатския долар.

През март 2009 г. Китай и Русия призовават за нова международна валута. Те желаят в света да се създаде резервна валута, която да не е обвързана с конкретна страна. Това би гарантирало стабилност в дългосрочен период, като по този начин се преодолеят вътрешноприсъщите ѝ дефицити, в резултат на използването на кредитен тип национални валути.

От 2016 г. китайското ренминби официално е петата световна резервна валута според МВФ. То влиза в групата на щатския долар, еврото, японската йена и английската лира.

За всички валути, изпълняващи ролята на резервна валута, е характерно засилване на икономическото и гео-политическото влияние на страната-емитент.

1. Функции на международната валута

Международна валута е тази валута, която се използва от нерезиденти на страната-емитент. Международните валути, както и националните, изпълняват три функции: средство за разплащане, разчетна единица и средство за съхранение на стойността. Според Paul Krugman (Krugman, 1984, <http://www.nber.org/chapters/c6838.pdf>), тези три функции се подразделят общо на шест, като се вземе предвид използването на валутата от частния и публичния сектор.

Като средство за разплащане, всяка международна валута се използва от нерезиденти за търговски и капиталови операции. Нерезидентите от частния сектор

използват международната валута като средство за размяна при покупко-продажбата на две по-малко прилагани валути в международните разплащания. Паричните власти също така използват международните валути като средство за разплащане при интервенции на валутния пазар.

Като разчетна единица, международната валута се използва за фактуриране цените на стоките и активите, емитиране на облигации и определяне (деноминиране) на банкови заеми. Тази функция се различава от предходната по това, че цената може да бъде определена в една валута, докато плащането да е в друга. Местните власти също могат да използват международните валути като разчетна единица, привързвайки валутния курс на националната си валута към курса на международната.

Като средство за съхранение на стойността, всяка международна валута се използва едновременно от частния и публичния сектор за определяне стойността на спестяванията. Мотивацията на частните инвеститори се определя от оптималното съотношение между възвращаемост и рисковата диверсификация, докато мотивацията на публичния сектор е в избора на подходящ валутнокурсен режим.

Публичното и частното използване на една конкретна валута търпи нееднакво развитие: една валута може да се използва като средство за размяна, но рядко за публични интервенции на валутния пазар. Голяма част от търговията на една страна е възможно да се фактурира в конкретна валута, която обаче да не се използва като номинален стълб. С цел стабилизиране валутния курс на местната валута спрямо конкретна международна валута, официалните резерви на страната биват деноминирани в нея.

Съществува синергия между различните функции на международната валута, която се предава през различни канали:

- *Транзакционните разходи* (спредът курс купува – курс продава) са ниски, пора-

ди дълбочината и ширината, в която се прилага една международна валута като средство за размяна. Това мотивира паричните власти да използват същата валута при интервенции, а частният сектор да деноминира активите си в нея.

- *Предлагане на ценни книжа*. Функцията на деноминиране определя предлагането на ценни книжа. Предлагането на ценни книжа в конкретна валута е необходимо условие за използването на валутата едновременно като средство за разплащане и средство за съхранение на стойността.
- *Номинален стълб*. В случай че голяма част от търговските и капиталови потоци са деноминирани в една международна валута, паричните власти биха привързали валутния курс на местната валута към нея с цел ограничаване на валутнокурсните промени.

Монетарните власти деноминират официалните резерви и интервенират в подкрепа на привързания валутнокурсен режим във валутата номинален стълб.

- *Валутнокурсен риск*. Използването на конкретна международна валута като номинален стълб мотивира деноминирането на търговските и капиталови потоци в нея, както и притежаването на ценни книжа в тази валута, като средство за разплащане или съхранение на стойността. Рискът от валутнокурсни изменения намалява, което ограничава необходимостта от хеджинг техники.

2. Интернационализация на валутата

В широк смисъл, интернационализацията на една валута разкрива ролята, която дадената валута играе извън пределите на националната си географска ширина. Или, *първата отправна точка* за международната валута е приемането ѝ от голям брой страни като законно средство за размяна.

Щатският долар е перфектният пример за международна валута в това отношение. Нещо повече, международната валута може да играе и ролята на валута-номинален стълб тогава, когато валутният курс на местната валута е привързан към този на международната валута, или се променя в определени граници спрямо него.

Втората отправна точка за международната валута е използването ѝ като средство за размяна в международната търговия. Щатският долар отново е типичен пример, като се има предвид, че преобладаващо международната търговия се фактурира в него. Нещо повече, щатският долар също така е валута-посредник при всяка сделка на световния форекс пазар между две валути.

Трето, международната валута, независима от националните валути е преди всичко разчетна единица.

Четвърто, важен етап от интернационализацията на една валута е използването ѝ на паралелен или офшорен пазар извън границите на страната-емитент. Това е възможно, например, когато съществуват депозити, деноминирани в тази валута, и намиращи се в офшорни банки. Като се коментира от McCauley (Plasschaert, 2012), използването на собствената си валута за сделки в чужбина облагодетелства местните банки. В същото време, банковият надзор се осъществява по-трудно поради факта, че офшорният пазар е извън юрисдикцията на местните власти, респективно и от прилагането на нормалните инструменти на паричната политика. От друга страна, подобни сделки са немалко рискови, както го доказа и последната глобална финансова криза.

Пето, последният етап от интернационализацията на една валута се достига тогава, когато централните банки инвестират валутните си излишъци в облигации или други активи, деноминирани в резервна валута.

Приемането на една чужда валута за резервна от централната банка на страната за инвестиране на излишъците си зависи от няколко фактора (Plasschaert, 2012). *Първо*, съществуването и достъпът до голям, същевременно дълбок и ликвиден финансов пазар с богато предлагане на инвестиционни алтернативи, е необходимо условие за възприемането и установяването на една валута като резервен актив. *Второ*, високата възвръщаемост е следващият фактор, от който се интересуват инвеститорите. *Трето*, необходимо е да е налице стремеж към диверсифициране на резервните активи, като средство за управление на валутния и лихвения риск. *Четвъртият фактор* касае съществуването на интензивни търговски връзки със страната-емитент на резервната валута (такъв е често срещаният случай между страни-съседи). Засиленият надзор върху финансовия пазар и върху цялата икономика, както и наличието на ефективна нормативна уредба също така е от значение. Накрая, *пето* – политическата стабилност е гаранция за минимизиране отлива на капитали, дори и при отрицателен наказателен лихвен процент. Следователно, инвеститорското доверие във валутата е от първостепенно значение за възприемането ѝ като резервен актив.

Изборът от търговци и инвеститори на определена валута не е завинаги. Малките спредове на валутните пазари и заселеното използване на финансови продукти за хеджиране, стимулират арбитражирането между валутите в ерата на технологиите.

В повечето случаи в икономическата литература международната валута се отъждествява с резервния статут на валутата в световното стопанство.

Barry Eichengreen от University of California, Arnaud Mehl и Livia Chitu от ЕЦБ смятат, че бъдещето на ключовите валути не е определено, всичко е възможно. Учените смятат, че една доминираща валута може да съществува паралелно с друга,

каквото е примерът на щатския долар и английската лира до края на Втората световна война, или щатския долар и еврото днес. Нещо повече, те твърдят, че валутна система с повече от една доминираща валута е по-устойчива, защото тежестта по време на криза при емисията на сигурни и ликвидни активи се разпределя между повече емитенти.

3. Щатският долар като световна валута хегемон

След английската лира в продължение на десетилетия световна валута хегемон е щатският долар. Относителната сила на американската икономика стои в основата на стойността на долара. Американските краткосрочни дългови ценни книжа зад граница в щатски долари са в размер на 580 млрд. щ.д., които са 65% от всички циркулиращи долари. Кешовите разплащания са следващият индикатор за ролята на долара като световна валута. Повече от една трета от световния брутен вътрешен продукт е от страни, които са привързали валутните си курсове към щатския долар. Седем страни от тях са приели долара, докато 89 страни поддържат валутите си в тесни граници на колебание спрямо него (Kimberly-2, 2018).

На валутния пазар щатският долар определя правилата на търговията. Повече от 85% от FOREX търговията е в щатски долари. 39 % от световния дълг е емитиран в долари. В резултат на това, чуждестранните банки търсят предимно долари. Например, през финансовата криза от 2008 г. банките извън САЩ държат 27 трилиона щ.д. в чужди задължения, деномирани в чужди валути. От тях 18 трилиона са в щатски долари. ФРС на САЩ увеличава суаповите линии в долари, за да предпази банките от отлив на долари (Kimberly-2, 2018).

Силата на щатската валута се определя със специален индекс, с който се из-

мерва стойността на долара спрямо шест най-силно използвани при търговията валути. За всички тях се прилага свободнопроменлив валутнокурсен режим. Обемът на търговия, който имат съответните страни със САЩ, са детерминанти на валутния курс и теглото на всяка валута. От друга страна, така се обхваща и рискът, на който американските компании са изложени спрямо тези валути.

Таблица 1. Състав на индекса за измерване силата на щатския долар

Валута	Символ	Страна	Тегло
Евро	EUR	Еврозона	57,6%
Японска йена	JPY	Япония	13,6%
Английска лира	GBP	Англия	11,9%
Канадски долар	CAD	Канада	9,1%
Датска крона	SEK	Дания	4,2%
Швейцарски франк	CHF	Швейцария	3,6%

Източник: Kimberly-2, 2018

Понижаване курса на еврото от ЕЦБ, както и политическата нестабилност в ЕС автоматично подсилват щатския долар. Както се вижда от таблица 1, теглото на еврото в силовия индекс на долара е 57,6%. Това означава, че всичко, което прави еврото по-слабо, ще засилва долара и обратното. Останалите валути от таблицата оказват малко влияние върху стойността на щатския долар.

Преди финансовата криза с нарастване на американския дълг доларът се обезценява на 22 април 2008 г. до рекордните 71,58 пункта. Това се случва скоро след като банката Bear Stearns фалира. По това време се наблюдава отлив на инвеститорски капитал към еврото, в очакване финансовата криза да не напусне пределите на САЩ.

Финансовата криза става причина за по-голямо използване на долара. Инвеститорите презастраховат позициите си. Дългосрочните лихвени проценти се пони-

жават за сметка на покачващия се долар. Това привлича още повече инвеститори в държавни ценни книжа.

През 2017 г. банките на Япония, Германия, Франция и Англия гържат повече задължения, деноминирани в долари, отколкото в техните собствени валути. Банковите регулации за предотвратяване на друга криза ограничават долара.

Досега доларът винаги се е възстановявал при спадове. Най-силно изявените са през 1970-те, в началото на 1980-те и от 1991-1993 г. По време на тези спадове е имало също така прогнози за колапс на долара. Много от страните с привързани валутни курсове към долара са възнамерявали да преустановят този валутнокурсен режим. Но отсъства валута, с която щатският долар да бъде заменен.

4. Еврото: „интернационализирана валута по рождение“

Според Frank Moss (Moss, p. 57), интернационализацията на еврото се различава от останалите валути по две причини. *Първо*, като обща валута на група от страни, участващи в паричен съюз, по определение то се използва извън пределите на една държава. Оттук интернационализацията на еврото следва да се възприема като използването му от нерезиденти на еврозоната. *Второ*, за разлика от другите валути, началната му дата (1 януари 1999 г.) съвпада с датата на международното му използване, като се има предвид наследената роля от законовоустановените валути, емитирани от страните-участници в Европейския икономически и паричен съюз. Също така, еврото се явява и наследник на екю, представляващо кошница от валутите на страните от ЕС и използвано като международни пари едновременно на публичния и частния пазар.

С други думи, ЕС стартира еврото като част от проект, насочен за обвързването

на страните членки още по-силно в общ интегриран пазар. Първоначално управляващите органи са в две позиции относно интернационализацията на еврото – преди всичко Германия, дълбоко подозрителна към всичко, което може да възпрепятства антиинфлационната парична политика. Интернационализацията на еврото се определя от провежданата политика и развитието на страните в еврозоната и извън нея. Интернационализацията на еврото за времето до финансовата криза се оказва по-силна в сравнение с очакването преди 1999 г. Еврото разрастващо се установява като средство за разплащане, инвестиционна валута и валута на емисиите. Но скоростта на промяна е бавна, постепенна и с известна инерция. Движещите сили за валутната интернационализация са преди всичко фундаментални и бавно-променящи се величини.

Като валута за финансиране в края на 2000 г. дялът на еврото на пазара на дългови ценни книжа достига 26%, със 7% покачване в сравнение с 1998 г. Подобен възход се наблюдава и в деноминираните в евро международни облигации и ноти. Използването на еврото за финансиране от търговските банки също така нараства след въвеждането му с повече от 4%.

В началото на възникването си еврото се използва в 56 страни (от Европа, Африка и Средиземноморието) извън еврозоната като номинален стълб при валутнокурсния режим (от крайните форми – законно платежно средство единствено и паралелно с друго, и валутен борг до по-меките форми на прикачен валутнокурсен режим) и провеждане на валутни интервенции. С други думи, близките търговски и финансови връзки лежат в основата на избора на еврото като валута номинален стълб.

Инерцията дори се запазва и по време на световната финансова криза 2007-2008 г. Еврото остава втората водеща международна валута след щатския долар. Незави-

симо от кризата, кредитирането в евро нараства в повечето страни от съседните региони на ЕС.

По време на дълговата криза от 2010-2012 г. инвеститорите търсят компенсация на очаквания валутнокурс риск в покачващите се лихвени проценти дори и при краткосрочните дългови ценни книжа. След период на устойчиво посъпване в 2015 г. ставаме свидетели на девалвация на ефективния валутен курс на еврото с 10 %, оправдаваща модела на непокрития лихвен паритет относно очакванията за бъдещите изменения на реалните лихвени проценти. Девалвацията на еврото повлиява в различна посока на интернационализацията на еврото.

Един от най-важните ефекти на девалвацията се изразява в спад в официалните валутни резерви и разплащанията в световен мащаб, деноминирани в евро. Делът на еврото в официалните валутни резерви се понижава с 3%, в сравнение с пика преди дълговата криза. Със същия размер се понижава и делът на щатския долар, който достига най-ниската стойност от 1999 г. (ECB, International Role of the Euro, Interim Report, June 2016). Но еврото запазва позицията си на втора валута по важност в световен мащаб.

Освен паричната политика на ЕЦБ, влияние върху интернационализацията на еврото оказват не само паричната политика на САЩ, но и тази на Китай. Китай започва да отчита официално валутните си резерви след включването на ренминби в кошницата валути, детерминанти на СПТ. В допълнение към всички тези циклични фактори, в средносрочен период се очертават доказателства за по-голяма мултиполярност в международната валутна система, която се наблюдава още от началото на глобалната финансово криза. Официалните държатели на чуждестранни валутни резерви засилват диверсифицирането им, включвайки нетрадиционни валути в началото на кризата. Между 2008 г. и 2015 г. делът на

нетрадиционните валути като австралийския и канадския долар нараства с повече от 4% и достига 6,8%.

Валутният състав на световните разплащания допълнително подтвърждава тенденцията към по-голямата мултиполярност в международната валутна система. Към 2015 г. най-използваната валута в разплащанията остава да е щатския долар с 43%, със стабилизирано ниво от около 30 % е еврото, нарастващо ниво за японската йена и над 2% за ренминби (ECB, International Role of the Euro, Interim Report, June 2016). В зората на референдума в Англия делът на английската лира намалява в резултат на девалвацията ѝ.

Предизвикателство за интернационализацията на еврото е референдумът в Обединеното Кралство за оставане в ЕС. С изключение на валутните резерви, които продължават да растат, географията на валутния пазар е сред въпросите, провокирани по време на дискусиите около Brexit. И по-конкретно, става дума за това кои от финансовите трансакции в евро, извършвани в Обединеното Кралство, и преди всичко в City of London, ще се извършват в еврозоната или на друго място в бъдеще.

Определено Brexit не променя отношението на официалните институции относно преоценяване мястото на английската лира сред валутните резерви в дългосрочен период. Въпреки това, нейният дял незначително нараства през 2016 г. – от 4,1% на 4,6%. (ECB, International Role of the Euro, July, 2017).

Независимо от всички предизвикателства, на които е подложена интернационализацията на еврото, неговото второ място в световната валутна система е безспорно.

Интернационализацията на еврото, изправена пред редица предизвикателства, провокира риска от реденоминация на общата валута. За първи път той се проявява през 2010-2011 г., когато Гърция, а след това Ирландия, Португалия и Кипър, губят достъп до дълговия пазар и не могат по-

вече да револвират дълга си. Заразата се разпространява до Италия, Испания и други страни в еврозоната.

В средата на 2012 г. еврозоната е в криза. За инвеститорите паричният съюз се превръща от зона, в която оперира една валута, във валутна система с фиксиран валутен курс. Те започват да се застраховат от неблагоприятната промяна на валутния курс на еврото.

През 2015 г. рискът от реденоминация за кратко се появява в Гърция, когато правителството обсъжда едностранното напускане на еврото. Доходността по гръцките облигации се покачва до 15 % преди правителството да вземе решение да запази еврото вместо несигурността от възстановяването на грахмата.

Днес се наблюдават бледи признаци за проява на риска от реденоминация, тъй като спредовете в доходността на суверенния дълг на страните от периферията и този на Германия се разширяват. Новите прояви на риска се различават по две направления от по-ранните.

Първо, някои политически партии активно се ангажират с възвръщане на националните валути. Техният размер и брой постоянно нараства, за разлика от по-ранните събития, когато движещите сили са преди всичко пазарни. *Второ*, първоначално инвеститорите не вземат толкова насериозно риска от напускане на еврото, в сравнение с политическите опоненти. От друга страна, инвеститорите не биха игнорирали потенциалните големи валутнокурсови промени, провокирани от оттеглянето на страни от еврото. За ЕЦБ по-високата рискова премия за покриване риска от реденоминация затяга финансовите условия в еврозоната.

Какви са тенденции в развитието на еврото като резервна валута?

Още през 2007 г., преди глобалната финансова криза, Alan Greenspan (Kimberly-2,

2018), бившият губернор на ФРС, отбелязва, че еврото може да измести щатския долар като световна валута. Тогава съотношението на валутните резерви, държани от централните банки, в евро и долари е 25% за първата валута и 66% за втората.

Ако е предопределено, еврото да измести долара, то това би се случило бавно, смятат анализаторите (Kimberly-2, 2018). Причината не би бил колапс на щатската валута, защото никой не би имал интерес. Страните, които биха пожелали това, също така имат нужда от САЩ, като най-голям потребител в света.

Друга причина за забавяне на еврото е кризата в еврозоната. Тя се явява поводът в ЕС управляващите да осъзнаят нуждата от фискален съюз, за да продължи да съществува паричният. Все още фискалната политика е слабо гъвкава, в сравнение с провежданите данъчни реформи в САЩ, смятат анализаторите. Еволюирането на ЕС ще предопредели бъдещата сила на еврото в сравнение с щатския долар.

След финализирането на преговорите около Brexit, еврото би пострадало, ако то не може свободно да циркулира на Лондонския капиталов пазар. Обединена Европа говори в общ глас за обвързване на останалите членове на съюза. Пример за това е осигуреното търговско споразумение с Япония. От май 2018 г. влезе в сила мярката за Защита на информацията. Налице е план за отпускане на кредитиране срещу провеждане на реформи за страни-членки на еврозоната, изпаднали в затруднение.

5. Интернационализация на китайското ренминби (RMB)

Мотивацията за интернационализацията на китайската валута навява с последиците от финансовата криза през 2008-2009 г. А именно: *първо*, като втората най-голяма икономика в света и лидер при определянето на ценови съотношения,

Китай желае валутата ѝ да е сред водещите, т.е. да съответства на световния ѝ икономически статус. *Второ*, след кризата в страната се осъзнава голямата зависимост от щатския долар. Минималните спредове в света и в икономическата активност засягат дори и Източна Азия, най-динамичния регион в света. *Трето*, винаги една интернационализирана валута би улеснила китайските износители и вносители за елиминиране на валутноткурсoвия риск чрез осигуряване на по-евтино финансиране. *Четвърто*, ще се стимулира развитието на собствени финансови центрове в конкуренцията си с New York и London. Докато Hong Kong е сред водещите финансови центрове, Shanghai все още не е такъв. Точно интернационализацията ще стимулира развитието му. *И пето*, успешната интернационализация се свързва с конкретни трудни структурни реформи (Zhang, 2017).

От 2009 г. насам правителството на Китай стартира интернационализацията на RMB в две направления. За две години 2009-2010 г. използването на валутата в чужбина нараства постепенно с рязка промяна между 2013 г. и 2015 г. Както беше посочено, в края на същата година RMB дори се включва в СПТ-кошницата на МВФ. Интернационализацията на китайската валута стагнира между 2016 г. и 2017 г. от пазарните сътресения през 2015 г. и девалвацията на RMB.

Като средство за размяна в задграничната търговия на Китай в RMB ролята му се покачва – от 500 млрд. RMB през 2012 г. до пиковата си стойност от 2 трилиона RMB през 2015 г., а след това спада до приблизително 1 трилион RMB през пролетта на 2018 г. В проценти само 15% от търговията на Китай е деноминирана в RMB, от която 80% е с Hong Kong. Въпреки нивата през 2015 г., китайската валута печели позиции при сетълмента на входящите и изходящите преки чуждестранни инвестиции в Китай и особено при относително скоро

изградената Межубанкова платежна система (китайският еквивалент на SWIFT) – важен фактор при създаването на необходимата инфраструктура за интернационализацията на RMB (Otero-Iglesias, 2018).

Досега в същото направление КНБ има подписани също така официални двустранни валутносуапови споразумения с повече от 30 централни банки. Важно е да се отбележи, че общата сума суапови споразумения възлиза на 3 трилиона RMB.

Според информацията на SWIFT, дялът на разплащанията в RMB се е свил от 1.60% през декември 2015 г. до 0,98% през декември 2017 г. RMB е на осма позиция след канадския долар, швейцарския франк и австралийския долар. На първа позиция е щатският долар с дял от 41%, следван от еврото с дял от 39%, английската лира – 4% и японската йена – 3,5%.

Като средство за съхранение на стойността акциите в RMB на чуждестранни институции в Китай през 2018 г. регистрират по-високи нива (повече от 1 трилион RMB) в сравнение с пазарния срив от 2015 г. Според RQFII (RMB Qualified Foreign Institutional Investor), най-големите инвеститори в Китай са САЩ, Корея и Сингапур, следвани от Англия, Франция и Германия. Както става ясно от отчета на COFER на МВФ, RMB е доста далеч от първите четири валути от кошницата на СПТ – само 1% от световните валутни резерви, в сравнение с 63% на USD, 20% на EUR, 5% – JPY, GBP.

На дълговия пазар RMB е все още в зародишната си форма в сравнение с 60%-я дял в щатски долари и 20% в евро (ECB, The International Role of the Euro, July, 2017). Корпоративният и държавният дълг, деноминиран в RMB, преодолява спадовете си през 2015-2016 г. Към 2017 г. участието на чуждестранни инвеститори на дълговия пазар в Китай е само 2%.

Китайските власти все още не подават информация за RMB. В сравнение с ЕС, например, 50% от износа и вноса на европей-

ските фирми се фактурира в EUR, приблизително 30% в USD, 8% в европейски валути извън еврозоната и 12% в други валути. Според данни на SWIFT, висок е процентът на покупките в RMB от страни като Обединените Арабски Емирства, Корея (с близо 90% дял) и Тайван. Страните, които използват RMB ограничено (само 5%) при покупките си от Китай, са САЩ и Пакистан. Англия и Холандия са в средата – близо 50% от плащанията са в RMB.

Що се отнася до фактурирането, ценообразуването на петрола е фундаментален проблем. Напредъкът на Китай е във листваните фючърси върху суров петрол, деноминирани в юани на Борсата за фючърси в Шанхай (Shanghai Futures Exchange) от 2018 г. насам.

На *първо място*, интернационализацията на RMB се забавя поради поскъпването му. През 2015-2016 г. интернационализацията на RMB почти спира. Сръвът на капиталовия пазар през лятото на 2015 г. се ускорява от разширяване на кредитирането и от забавянето на растежа на БВП в китайската икономика. Властите в Китай предприемат действия за овладяване на кризата, но същевременно стопират по-нататъшната интернационализация на RMB.

Според Zhang Ming (Zhang, 2018), един от най-изявените икономисти в Китай, еволюирането на интернационализацията на RMB, респективно на кризата, не могат да се осъзнаят без анализа на валутнокурсните промени на китайската валута. През 2013-2014 г. щатската валута поскъпва чувствително. В същото време, благодарение на управлявано-променлив валутнокурсен режим на RMB, стойността на валутата остава относително стабилна спрямо щатския долар, поскъпвайки само с 2,6%. Тази промяна, от друга страна, означава поскъпване на RMB към другите валути, особено към еврото. Еврозоната е вторият най-голям експортен пазар за Китай след САЩ с приблизително еднаква територия.

Следователно, всяко значително поскъпване на RMB спрямо еврото носи значителни промени. Това точно се случва между май 2014 г. и април 2015 г., когато ЕЦБ провежда парична политика на ниски лихвени проценти за стимулиране на икономическия растеж. Няколко месеца преди това е крахът на капиталовия пазар в Китай и поскъпването на RMB с 25% спрямо EUR.

Според китайския икономист, RMB е надценена валута спрямо макроикономическите фундаментални характеристики на китайската икономика. Затова пазарните очаквания са за пререзглеждане на валутния курс. Повече от година – от февруари 2014 до април 2015 г. Китайската народна банка интервенира на валутния пазар, с цел запазване стабилността на валутния курс на RMB спрямо щатския долар. Паралелно с това, китайската валута поскъпва спрямо еврото. След масирания отлив на резерви, на 11 август 2015 г. централната банка девалвира с 4,7% RMB спрямо USD. За кратко валутният курс преминава към свободнопроменлив валутнокурсен режим.

За да овладеят кризата, китайските власти прилагат три стратегии за стабилизиране, но и трите се оказват пагубни за интернационализацията на китайската валута. На *първо място*, те е трябвало да използват огромните си резерви, за да запазят стабилността на RMB. Валутните резерви на Китай се понижават от 4 трилиона щ.д. през юни 2014 г. на 3 трилиона през януари 2017 г. Това подкопава престижа на Китай като стабилна икономика и дестимулира държателите на RMB зад граница. По това време на Запад са се опасявали от евентуална девалвация на китайската валута, от дефлационен шок в световната икономика и провокиране на надвиснали валутни войни.

На *второ място*, след недостатъчно ефективните валутни интервенции, китайските власти прибегват до по-грастични мерки до засилен капиталов контрол. В

частност, Веijing започва да се безпокои за изходящите чуждестранни преки инвестиции. Затова първоначално се въвеждат контрол върху тези в чужди валути (за да не се засегне интернационализацията на RMB), но след това и в RMB, като по такъв начин се ограничава достъпът до RMB зад граница. Според анализаторите, стратегията на Китайската народна банка е ефективна. Става ясно, че ако китайските власти желаят да интернационализират валутата си, необходимо е чуждестранните инвеститори да разполагат с нея. Това може да се случи само чрез поддържането на дефицит по текущата или капиталова сметка, според Дилемата на Triffin. Това се явява основният структурен проблем на Китай.

Голяма част от експертите и анализаторите на Запад (Otero-Iglesias, 2018) твърдят, че за пълната интернационализация на китайската валута е необходимо цената ѝ да се определя от пазарните сили. Случаят с RMB не е такъв. От въвеждането на свободно-променлив валутнокурсен режим в края на 2015 г. и началото на 2016 г. китайските власти провеждат серия от промени по посока на ограничаване, отколкото на либерализиране на пазарното ценообразуване на RMB. На *първо място*, с въвеждането на Китайската система за валутна търговия (China Foreign Exchange Trade System – CFETS) се проследява стойността на 13 валути на претеглена база. Делът на щатския долар е най-голям – 26%, следван от еврото – 21%, японската йена – 15%, и т.н. Мярката не се оказва оптимална. При девалвацията на долара, валутният курс на RMB спрямо USD остава относително стабилен. Докато в обратната ситуация натискът към девалвация на RMB се мултиплицира. На *второ място*, това става причина за въвеждането на „три-факторен ценови механизъм“, който включва допълнително и „антицикличен механизъм“. Това означава, че Китайската народна банка при необходимост интервенира за изглаждане

отклоненията на валутния курс на RMB от макроикономическите фундаментални характеристики. Тази промяна е по посока на традицията в управлението на китайските власти, т.е. генериране на „административно управлявано пазарно равновесие“. „Три-факторният ценови механизъм“ успешно работи, но в резултат на него либерализацията на валутния курс на RMB е отложена за неопределено време.

За периода 2010-2014 г. успехът в процеса на интернационализация на RMB в голяма степен се дължи на пазарните очаквания за поскъпване на китайската валута и последващия арбитраж, отколкото на икономически фактори в страната. Паралелно с намеренията на китайските власти за продължаване на интернационализацията, критични настроения се зараждат относно влючването на RMB в кошницата от валути на СРТ.

Какви тенденции в интернационализацията на RMB се очертават?

Западните икономисти смятат, че Китай трябва да продължи с по-нататъшната либерализация на икономиката си и на финансовия пазар. *Първо*, за да продължи генерирането на висок и ефективен растеж, китайските власти е необходимо да разчупят монопола върху държавните предприятия, стимулирайки частното предприемачество, либерализирането на вътрешното ценообразуване и подобряване разпределението на доходите. *Второ*, правителството трябва да предприеме по-пазарно ориентирани мерки за справяне с необслужваните кредити и изчистване на балансите, т.е. да реши проблема със системния риск в банковата система. *Трето*, либерализацията на капиталовата сметка е необходимо да стане постепенно, съветват китайските икономисти (Zhang&Zhang, 2017), като се изпълнят три условия: а) пълна либерализация на

лихвените проценти в Китай; б) либерализация на валутния курс на RMB; в) най-важното е постепенно отваряне на капиталовата сметка, но само след преодоляване уязвимостта на финансовата система. *Четвъртата реформа*, като продължение на третата, касае развитието на финансов пазар в Китай. Според китайския икономист Zhang, конкурентноспособността на една валута се определя от развитието и отвореността на вътрешния финансов пазар. С други думи, Китай има нужда да разшири и увеличи пазара на корпоративен и държавен дълг. *Последната реформа* акцентира върху ориентирането на Китай към региона, т.е. реалното търсене на китайска валута би дошло от Азиатските страни, а не от отдалечените европейски и американски пазари. С други думи, преди превръщането на RMB в международна валута, RMB трябва да стане регионална, като се започне с рамковата програма ASEAN+3 (ASEAN+3 се отнася за 10-те страни от ASEAN плюс Китай, Япония и Корея).

Според други икономисти (Otero-Iglesias, 2018), инвеститорите търсят политическа стабилност, която не е достатъчно да се осигури чрез правилата на законите, демокрацията и пазарната икономика. Според тях, за интернационализацията на една валута са от значение големината на икономиката, стабилността на макроикономиката ѝ. Китай е вече най-големият търговски партньор за голям брой страни, а дългият списък от валутни суапове между Китайската народна банка и други централни банки показва едновременно интерес и търсене на добри парични взаимоотношения. Всичко това не изключва структурните детерминанти, като това, че за осигуряването на страните с RMB, Китай е необходимо да поддържа голям дефицит по търговската или по финансовата сметка, което властите в страната не приемат.

Тук е мястото на Инициативата "Belt and Road" (BRI). Инициативата BRI е без-

спорно най-амбициозният геополитически проект за последните десетилетия – трилиони долари, инвестирани в инфраструктура, железопътни линии, пристанища, тръбопроводи и в оптични мрежи и технологии.

Мултимилиардната инициатива на Beijing е известна и като Китайският план Маршал, представляващ държавна кампания за световно доминиране, пакет от стимули за икономики със забавен растеж и една масирана маркетингова кампания за китайските инвестиции по света. "Belt and Road" е „Пътят на коприната на 21-ви век“ – изграждане на пояс от коридори по суша и по вода. В проекта се включват 71 страни, т.е. половината от населението в света и четвърт от световния БВП.

По-голямата част от проекта BRI, като публично-частна инициатива, се финансира чрез дългови ценни книжа, деноминирани в RMB и емитирани в Лондон, Франкфурт и Париж. За успешната реализация на проекта е необходимо голяма част от финансовата инфраструктура – от облигации до кредити, да бъде фактурирана и емитирана в RMB. Точно това е причината китайското правителство да поеме инициативата да убеди Азия и Европа за ползите от промените. Нещо повече, в случай че реализираните RMB-та в чужбина не биха могли да бъдат инвестирани в Китай, това би понижало атрактивността на китайската валута. Междубанковата платежна система в Китай е едно начало в създаването на необходимата инфраструктура за стимулиране атрактивността на RMB. Ако AIB откаже да оперира в RMB, под съмнение остават следващите стъпки по посока на интернационализацията на китайската валута.

Интернационализацията на RMB експоненциално прогресира, което дори поражда спекулация около твърдението, че в един момент Китай ще либерализира лихвените проценти и валутния курс и напълно ще отвори капиталовата си сметка. Но след посъщването на щатския долар между 2012-

2015 г. пазарните очаквания започват да се променят.

Анализаторите (Otero-Iglesias, 2018) смятат, че пред китайската валута има три пътя на развитие. *Първо*, Китай да се откаже да продължи напред с интернационализацията на своята валута. *Второ*, властите в Китай да продължат да следват либералния подход при развитието на финансовите пазари, да превърнат своята икономика в пазарна и да либерализират валутния курс, т.е. да отворят капиталовата сметка. *Трето*, властите да се откажат да следват либералния курс и да продължат да прилагат държавния монопол в страната и вместо инициативата BRI, да започнат активно да прилагат RMB като валута на фактуриране и сетълмент трансакции. Последното означава Китай да поддържа контрол върху капиталовите потоци в RMB (специфични проекти и кредити) на входа и на изхода. Подобна държавно-управлявана рамка не съществува по отношение на международните валути, но в един постоянно променящ се свят, в който либералните сили отстъпват, е възможно да се случи.

6. Валута „Икона“ като алтернатива на резервната валута

В резултат на кризисните сътресения, повтарящи се цикли от кризи и рецесии, за които вина имат правителствата и банките, паричната политика на централните банки промени напълно ориентацията си – от ограниченията на инфлационното таргетиране към политика от дискреционен тип, при която отсъства нуждата от номинален стълб както на паричната единица, така и на цените на стоките и услугите. Поради тази причина, проблемите около нуждата от номинален стълб заслужават внимание повече от всякога, отбелязани в повечето предложения за реформа на международната валутна система.

На предложенията, включващи емитирането на пари от световна централна банка, която да се ангажира със спазването на правила от рода на инфлационното таргетиране, се противопоставя нуждата от световно правителство. Отсъствието на каквато и да е перспектива за формирането на такова правителство игнорира и появата изобщо на централна банка.

Според едно от предложенията, представено от Wolfram Engels още през 1995 г. и коментирано на срещата на групата Santa Colomba, световното правителство може да съществува под покровителството на МВФ и Световната банка под формата на валутен борд. С други думи, възможно е функционирането на световна валута и без съществуването на световна централна банка. Класическият златен стандарт е историческият прецедент. Опциите за номинален стълб са ограничени: злато, реални СРТ или кошница от валути.

В осъвремененото предложение се допуска фиксирането на валутния курс на парите вместо към златото (както при златния стандарт) към кошница от ценни книжа. При тази ситуация отпада нуждата от централна банка, която да провежда конкретна парична политика.

Чрез привързване към кошница от ценни книжа стойността на парите ще се определя от победението на цените на ценните книжа в кошницата или на индекс. В дългосрочен период може да се очаква цените на ценните книжа да се покачват с нарастване на производителността и други фактори. Цените на стоките и услугите ще намаляват със същата скорост, с която се покачва стойността на валутата. Очаква се да има силно търсене на подобна валута „икона“, поради факта, че тя самата представлява инвестиция. От реалната доходност ще зависи печалбата на специфичния инвестиционен проект и скоростта на понижаване цените на стоките, която отразява растежа в производителността на капитала и

други сили, които покачват дългосрочната доходност на пазара на ценни книжа.

Връзването на парите към стойностите на пазара на ценни книжа се очаква да стабилизира пазарите, подобно на това, когато относителната цена на златото е по-стабилна от всякога в условията на златния стандарт. Относително стабилното търсене на пари ще доминира над всякакви спекулативни влияния. Очаква се също така банките, които ще емитират подобни банкноти (икони) в условията на този стандарт, да предлагат и деривативни услуги на своите клиенти. Тъй като банките ще държат активи, които се очаква да поскъпват в реално измерение в средносрочен и дългосрочен период, те ще реализират печалба, като предлагат банкови гаранции, за да поддържат стойността им постоянна.

Минимизирането на съвкупния риск прави подобна валута „икона“ привлекателна както за кредитори, така и за кредитополучатели. Хипотетичната валута „икона“ може да изпълнява ролята на номинален стъб, защото акцията като ценна книга представлява вземане върху реален актив като златото, за което като стока е характерно „реално“ предлагане и търсене, независимо от паричната политика.

7. Криптовалутите в ролята на резервна валута

Несъвършенството на финансовата система не провокира създаването на валута „икона“, а на феномен, на който официално станахме свидетели през 2009 г. Под псевдонима Satoshi Nakamoto, анонимен програмист, разработва софтуер за децентрализирана търговия с дигитална или виртуална валута – криптовалута, гарантирана с криптографски кодове, наречена Bitcoin. Създаването на Bitcoin иницира експлозията на цяла екосистема от други криптовалути, които днес наброяват 1375 разновидности (<https://coinmarketcap.com/>).

При търговията с криптовалутата Bitcoin (и всички следващи криптовалути) се използва публичен регистър, наречен Blockchain, в който се регистрират и приключват всички транзакции хронологично. С необходимостта от верифициране на транзакциите с помощта на Blockchain технологията се избягва двойният разход на пари.

Децентрализираната търговия означава, че отсъства централен контролиращ орган, като централна банка и всеки участник е отговорен за съхраняването и сигурността на фондовете си в специализирани портфейли.

През 2012 г. за първи път от легитимизиран търговец Bitcoin се използва при онлайн търговия като средство за разплащане. WordPress е първият уебсайт, който започва да приема плащания, последван съвсем скоро и от други, включително и от Microsoft. Това се приема за първата крачка от интернационализирането на Bitcoin и криптовалута като законно средство за разплащане. В края на 2012 г. стойността на Bitcoin е повече от 13 щ.д. През същата година се наблюдава развитието и на повече altcoins (Alternative Cryptocurrency Coins – система криптовалути с много по-бързо транзакционно време, в сравнение с Bitcoin. При тях не се извършва копаене – процес на създаване на Blockchain блокове).

През декември 2013 г. стойността на Bitcoin е най-висока – повече от 1000 щ.д. за единица Bitcoin. Ръстът в стойността на криптовалутата се дължи отчасти на растящия брой участници на пазара, но също така и на пазарна манипулация. Същата година е първото първично предлагане на Coins, което се оказва противоречиво, поради липса на регулаторен надзор. Поради тази причина забраняват такава предлагане.

Декември 2017 г. – стойността на Bitcoin достига своята върхова стойност от 20 000 щ.д. Ръст се наблюдава и при останалите криптовалути. Общата стойност на криптовалутите в обръщение надвишава

100 млрд. щ.д. през юни 2017 г. и 850 млрд. щ.д. през януари 2018 г. Тази ситуация се определя от някои анализатори като балона на криптовалутите, а от други като най-големия балон в историята на света. Трети го отъждествяват със спекулативния балон по време на „манията на лалетата“ в средата на 17-и век в Холандия (Dale, 2018).

Възходът на криптопазара се съпровожда и с редица проблеми, като покачаване на транзакционните такси, затрудняване на инфраструктурата, разход на енергия, волатилност на пазара. Популярността засилва необходимостта и от правителствен надзор. Разрастването на криптопазара се сблъсква със своята вътрешна противоречивост. От една страна, либертарианският идеализъм на децентрализирания криптопазар, функциониращ без намесата на правителства, се противопоставя на концепцията за правителствен контрол от всякакъв тип. За да се отпуски целият потенциал на криптоиндустрията, инвеститорите е необходимо да бъдат защитени от хакерски атаки и измами. Засилването на регулаторния надзор е вероятно най-прозрачният начин за създаване на инвеститорско доверие.

Какво е бъдещето на Bitcoin като резервна валута? Идеята, определена от децентрализираност (Decentralized – всеки участник в икономиката се грижи за нейното съществуване, отсъства централен орган), отсъствие на доверителност (Trustless – постигане на точност и честност без нуждата от доверено лице), и на посредничество (Peer-to-peer – търговията е директна. В традиционната централизирана система обществото се гради въз основа на доверието), е възградена като основа на съществуване на един нов свят, този на криптовалутите, които исторически и еволюционно заемат мястото си на валути, дистанцирани от спекулативните манипулации. Нуждата от промяна на съвременната парична система остава неизбежна. Но-

вите технологии и иновациите са сигурната форма за постигане на трансформация.

Според изследователите от Кралския колеж в Лондон Professor William Knottenbelt и Dr. Zeuner Gurguc (Delahunty, 2018), Bitcoin и Ethereum вече са преминали първия от трите фундаментални теста (средство за съхраняване на стойността, средство за размяна и разчетна единица) за превръщането им във валути, тъй като милиони хора ги използват. Предстои криптовалутите да изпълнят и останалите два теста – улесняване размяната им срещу стоки и услуги и измерване на стойността в икономическата система. Независимо от скептицизма, двамата изследователи вярват, че тези децентрализирани технологии разполагат с потенциала да обърнат всичко онова, което ние знаем за финансовите системи и финансовите активи. Този процес не става за една нощ, но важното е, че концепцията за парите еволюира.

Според изследване (Young, 2018) в Англия, направено през 2015 г., се очаква до 2030 г. Bitcoin да се превърне в шестата най-голяма резервна валута. От 2009 г. насам Bitcoin реализира растеж, измерен чрез много показатели, като търговски обем, цена, пазарен връх. През 2017 г. някои от най-големите финансови и технологични конгломерати, включително JPMorgan, Goldman Sachs и Fidelity Investments оптимистично се насочват към Bitcoin. Chicago Board Options Exchange (CBOE), най-голямата борса на опции в САЩ, е в процес на интегриране на Bitcoin за разширяване на ликвидността за големи институционални и дребни инвеститори чрез създаване на фючърси върху тях при регулирана търговия с деривати.

За да се развие като резервна валута, необходимо е Bitcoin да еволюира като разчетна единица. Засега много държатели на криптовалутата я приемат като дългосрочна инвестиция, а не като валута. За да се конкурира с резервните валути, използ-

ването в световен мащаб на Bitcoin трябва да нарасне с бърза скорост до точката, до която ще се използва повече като дигитална валута, вместо като инструмент за спекулиране. Още през 2015 г., изследователите смятат, че Bitcoin се е доказал като утвърдена валута. Още тогава те подчертават, че Blockchain-технологията е въведена сред мулти-милиардни корпорации в областта на финансите и технологичния сектор. Очаква се тя да се превърне в световен стандарт за регистриране на финансови трансакции.

С въвеждането на Bitcoin в Азия се очаква азиатските страни да са едни от движещите сили за възходящото му утвърждаване. В Япония, например, страната с най-големи технологични конгломерати, се осигурява регулирана платформа за търговия с Bitcoin. Във Филипините и Южна Корея, благодарие на легализацията на Bitcoin като форма за парични преводи, нараства използването му като средство за разплащане.

В краткосрочно бъдеще централните банки на страните от G-7 очакват Bitcoin и другите криптовалути да се превърнат в международна валута с най-голяма пазарна капитализация, надвишавайки стойността от приблизително 291 млрд. щ.д. на емитираните до сега СПТ (Etsebeth, 2018). От друга страна, високата им възвращаемост ще бъде стимул за съхраняването и използването им в международната търговия. На този етап от развитието си криптовалутите не биха могли да се използват като инструмент на паричната политика, се сочи в прогнозите, т.е. чрез покупко-продажба да се упражнява контрол върху валутния курс. Криптовалутите биха могли да се използват като хеджингов инструмент при външнотърговските трансакции.

Очаква се след отчитане слабостите на книжните пари криптовалутите да бъдат добавени към списъка от законни ценни книжа и валути, използвани от централните банки.

Заключение

Еволюцията на международните пари е отражение на еволюцията на световното стопанство. В далечното минало такава функция се изпълнява от пълноценните пари – златото. Впоследствие, след демонетизирането на скъпоценния метал в качеството му на световни валути се използват националните валути на водещите държави. През 19-и век от английската лира, а след Великата икономическа депресия лидерството преминава към щатския долар. Използването на една валута не е безпроблемно. Последната финансова криза категорично постави въпроса за конкурентите на щатската валута, които за разлика от времето на английска лира са повече и са с проблеми в степента им на интернационализация. За момента еврото, погложено на множество вътрешни противоречия и предизвикателства, е категорично втората резервна валута. Друга възможна алтернатива на долара като световна валута в перспектива биха могли да бъдат също така и СПТ. Нарастващи са и шансовете на китайското ренминби. Но за това се изисква от Китай да проведе мащабни реформи, насочени към либерализиране на икономиката, изграждане на ефективна финансова инфраструктура и въвеждане на конвертируемост на своята валута. Всичките тези обстоятелства и неопределености засилват привлекателността както за кредитори, така и за кредитополучатели на хипотетичната световна валута „икона“. Парите категорично са в своя нов еволюционен стадий, плод отново на технологична иновация, уверено преминаваща през местовете на времето. Позиционирането на Blockchain-технологията в ежедневието на човека е само въпрос на време. От еднopolюсна световна валутна система, светът категорично се е ориентирал към многополюсност. Краят на долара като резервна валута не изглежда толкова уто-

пична идея. Той все по-трудно ще утържи на натиска на конкурентите си.

Цитирани източници:

ECB, 2016. International Role of the Euro – Interim Report, June 2016.

ECB, 2017. International Role of the Euro, July, 2017.

Eugene, Etsebeth, 2017. The Year Central Banks Being Buying Cryptocurrency, December, 17, 2017.

Joseph Young, 2018. Can Bitcoin Become a Major Reserve Currency by 2030, August 27, 2018.

Kimberly-1 Amadeo, 2018. Dollar Strength and Why It's So Strong Right Now? Three Reasons Why Now Is a Great Time to Travel Abroad, Updated May 22, 2018.

Kimberly-2 Amadeo, 2018. Why the Dollar is the Global Currency, Updated February 19, 2018.

Krugman, Paul, 1984. The International Role of the Dollar: Theory and Prospect, <http://www.nber.org/chapters/c6838.pdf>.

Miguel Otero-Iglesias, 2018. Renmibi Internationalization: Stuck in Mid-river – for Now, Elcano Institute, July 4 2018.

Ming Zhang, 2017. The Boom and the Bust of the RMB's Internationalization: a Perspective from Cross Border Arbitrage, *Asian Economic Policy Review*, vol. 12, nr 2, p. 237-53.

Ming Zang, 2018. "China Efforts to Contain Renminbi's Depreciation and the Relating Impacts", paper presented at the seminar Chinese Overseas Investment in the Energy Sector: Opportunity and Risk, organised by the Global Development Policy Center of Boston University and the Institute of World Economics and Politics at the Chinese Academy of Social Sciences in Boston, 30/III/2018.

Moss Frank, The Euro: internationalized at birth, BIS Papers № 61, p. 57.

Oliver Dale, 2018. The Complete History of Cryptocurrency for Beginners, February 14, 2018.

Plasschaert, Sylvain, 2012. The Renminbi on the Internationalization Trail, ECIPE Working Paper, No.01/2012.

Thomas Delahunty, 2018. Study Says Bitcoin Will Replace Traditional Currency Within Ten Years, July 9, 2018.

Zhang&Zhang, 2017. op.cit., p. 250.

www.coinmarketcap.com

www.imf.org