

Будет ли править юань?

Эсвар Прасад и Лэй Йи

Валюта Китая находится на пути к усилению своей глобальной роли, но вряд ли сможет в скором времени бросить вызов доллару

ЭКОНОМИКА Китая в настоящее время является второй по величине в мире и ключевой движущей силой глобального экономического роста. На ее долю приходится от 10 до 15 процентов мирового ВВП (в зависимости от используемых показателей), и в 2011 году она обеспечила порядка одной четвертой роста мирового ВВП. Однако среди валют шести крупнейших экономик в мире только китайский юань не является свободно обращающимся и не принимается во всем мире, то есть не является твердой валютой.

В последнее время правительство Китая принимает меры для расширения международного использования юаня, даже несмотря на то, что оно не желает открыть свою экономику для свободного притока/оттока капитала и ввести гибкость валютного курса. Тем не менее, учитывая огромный размер экономики Китая и ее растущую долю в глобальном производстве и торговле, эти шаги указывают на усиление роли юаня в международных финансах и торговле. И в этой связи неизбежен вопрос: повысится ли глобальный статус юаня до уровня экономики Китая, возможно приблизившись к статусу доллара США.

Ответ на этот вопрос зависит от трех взаимосвязанных, но отдельных концепций валюты:

- **интернационализация:** использование валюты для выражения стоимости и осуществления расчетов по международным торговым и финансовым операциям, то есть ее применение в качестве международного средства обмена;

- **конвертируемость по операциям с капиталом:** насколько страна ограничивает приток и отток финансового капитала — полностью открытый счет операций с капиталом не имеет ограничений; и

- **резервная валюта:** хранится ли валюта иностранными центральными банками в качестве средства защиты от кризисов платежного баланса.

Валюта страны может использоваться в международных операциях, даже если ее счет операций с капиталом не является полностью открытым. И даже в отсутствии ограничений на потоки капитала валюта страны может мало использоваться или вообще не использоваться в международных операциях. Однако как использование валюты в международных операциях, так и наличие открытого счета операций с капиталом необходимы для того, чтобы валюта стала международной резервной валютой.

В настоящей статье дается оценка существующего положения дел и перспектив юаня по каждому из этих трех параметров с точки зрения сбалансированности и устойчивости экономического развития Китая и его влияния на глобальную валютную систему.

Превращение в резервную валюту

Учитывая размеры и перспективы роста Китая, многие считают, что юань, в конечном итоге, неизбежно станет резервной валютой. Чтобы определить вероятность и сроки этого, необходимо рассмотреть типичные атрибуты резервной валюты и оценить прогресс Китая по каждому из этих параметров. Факторы, которые обычно определяют статус валюты как резервной, включают в себя:

- **Размер экономики.** ВВП страны и ее доля в глобальной торговле и финансах являются важными, хотя и не определяющими факторами статуса валюты как резервной.

- **Макроэкономическая политика.** Инвесторы, вкладывающие средства в суверенные активы страны, должны доверять возможностям ее экономической политики, в частности, они должны иметь уверенность в ее приверженности низким темпам инфляции и устойчивому состоянию государственного долга, что будет защищать валюту от падения ее стоимости.

- **Гибкий обменный курс.** Резервные валюты обычно являются свободно обращающимися, а их стоимость по отношению к другим валютам определяется рынком, хотя это не исключает полностью интервенций центрального банка на валютных рынках. Открытый счет операций с капиталом не синонимичен свободно плавающему обменному курсу.



- **Открытый счет операций с капиталом.** Резервы должны быть приемлемым средством платежа для торговых и финансовых партнеров страны, что требует свободного обращения валюты на глобальных финансовых рынках. Это трудноосуществимо, если страна налагает ограничения на потоки капитала, а ее валютные рынки являются узкими и находятся под прямым контролем государства.

- **Развитие финансового рынка.** Страна должна иметь глубокие и ликвидные финансовые рынки, то есть рынки — особенно рынки государственных облигаций — с большим количеством покупателей и продавцов для обеспечения «безопасных» активов, которые могли бы держать международные инвесторы и центральные банки других стран. Оборот (объем операций) на этих рынках облигаций, служащий показателем ликвидности, также является важным фактором.

Каких-либо твердых правил, определяющих, какие из этих факторов являются важными или даже необходимыми, не существует. Например, швейцарский франк является глобальной резервной валютой, даже несмотря на то, что доля Швейцарии в глобальном ВВП и торговле мала. Кроме того, многие страны, валюты которых являются резервными, например зона евро, Япония и Соединенные Штаты, имеют крупный растущий государственный долг, что подвергает сомнению их макроэкономическую стабильность, но не сказалось на статусе их валют как резервных, по крайней мере, до настоящего времени. Некоторые аналитики фактически экстраполировали опыт США, утверждая, что Китай должен иметь крупный дефицит счета текущих операций, если он хочет предоставлять резервные активы остальным странам мира. Но это не так. Валюты Японии и Швейцарии достигли статуса резервных, несмотря на то, что они неизменно имеют профицит счета текущих операций.

Какое положение занимает юань

Размер и значение Китая в мировой торговле хорошо известны. В настоящее время на его долю приходится 10 процентов глобальной торговли товарами, против 4 процентов десять лет тому назад, и он имеет широкие торговые связи с другими странами. Вопрос о том, ограничивают ли налогово-бюджетная и денежно-кредитная политика страны долгосрочные инфляционные ожидания и обеспечивают ли они макроэкономическую стабильность, является открытым. Китай имеет умеренный прямой государственный долг и малый дефицит государственного бюджета в сравнении со странами-эмитентами ведущих резервных валют. Кроме того, несмотря на жестко управляемый валютный курс, что ставит под сомнение независимость денежно-кредитной политики, Китай в последние годы имеет относительно стабильные темпы инфляции.

Следующий вопрос: идет ли Китай на открытие своего счета операций с капиталом? Хотя он по-прежнему применяет широкий контроль над операциями с капиталом, меры контроля осторожно и выборочно отменяются. В результате валовой приток капитала резко вырос за последнее десятилетие, что отражает привлекательность Китая для иностранных инвестиций. Отток капитала, кроме валютных резервов, включая иностранные инвестиции китайских корпораций и институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды, также значительно вырос, хотя и с первоначально низкого уровня. Резюмируя вышесказанное, счет операций с капиталом Китая становится все более открытым в реальном выражении, хотя даже по данному показателю он остается менее открытым, чем счета операций с капиталом эмитентов резервных валют — зоны евро, Японии, Швейцарии, Соединенного Королевства и Соединенных Штатов.

Развитие отечественного финансового рынка является особо важным определяющим фактором международного статуса валюты. Исторически каждая резервная валюта достигала

своего высокого статуса при исключительных обстоятельствах и под воздействием различных факторов, но одним неизменным требованием было наличие сильного финансового рынка. Показатели развития финансового рынка включают в себя следующие:

- **широта рынка:** наличие широкого диапазона финансовых инструментов, в том числе рынков для хеджирования риска;
- **глубина рынка:** наличие большого объема финансовых инструментов на конкретных рынках; и
- **ликвидность рынка:** наличие высокого оборота (объема операций).

В отсутствие достаточно крупного рынка долговых инструментов юань не может пользоваться доверием как инструмент международных операций. Без достаточно ликвидных рынков для выраженных в юанях долговых инструментов валюта не будет привлекательной для иностранных предпринимателей. Как импортеры, так и экспортеры могут быть обеспокоены большей волатильностью валютного курса при открытом счете операций с капиталом, если они не имеют доступа к рынкам производных инструментов для хеджирования валютного риска.

Какова текущая ситуация? В финансовой системе Китая по-прежнему доминируют банки, и правительство напрямую контролирует большую часть банковской системы. Общий внутренний кредит, предоставляемый банковским сектором, превышает совокупный объем рынков акций и облигаций. Размер и структура банковской системы, защищающие прибыль банков путем ограничения конкуренции, и нормативные препятствия сдерживают более широкое развитие финансового рынка.

Рынки долговых инструментов в Китае значительно отстают по своему размеру и ликвидности от рынков долговых инструментов других стран-эмитентов ведущих резервных валют (см. рис. 1). Рынок государственных долговых инструментов достаточно велик в абсолютном выражении, но его оборот низок. Оборот рынка корпоративных облигаций в Китае относительно высок, но его размер по-прежнему мал. Анализ долей международных долговых ценных бумаг в разрезе валют эмиссии указывает на аналогичную картину. Доминируют существующие резервные валюты; всего лишь 0,1 процента международных долговых инструментов выражены в юанях.

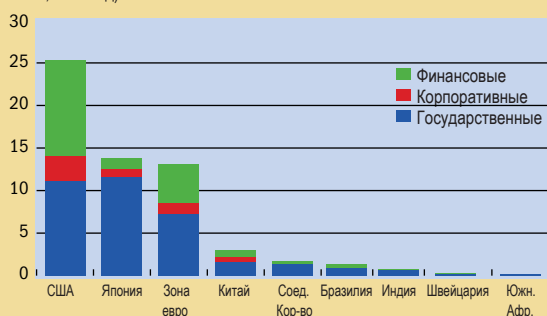
Хотя абсолютный размер рынка долговых ценных бумаг Китая является небольшим в сравнении с рынками других стран, не следует забывать о его быстром *росте*, что согласуется

Рисунок 1

Вслед за самыми крупными

По своему размеру и ликвидности рынки долговых инструментов Китая значительно отстают от рынков стран-эмитентов ведущих резервных валют.

(Непогашенные отечественные долговые ценные бумаги, в трлн долл. США, 2010 год)



Источники: Банк международных расчетов; расчеты авторов. Примечание. На графике показан размер непогашенного внутреннего долга в разбивке по резидентам и секторам-эмитентам. Данные по зоне евро не включают Эстонию.

с намерением страны добиться признания юаня в качестве международной валюты (см. рис. 2). Однако достижение статуса юаня как резервной валюты, вероятно, является значительно более долгосрочной целью.

Одна область, в которой Китай добился существенного прогресса — это развитие фондового рынка. Вслед за реформами, проведенными в 2005 году, капитализация и оборот рынка резко возросли, увеличившись в шесть раз, в то время как объем операций вырос более чем в десять раз. Однако фондовые рынки Китая высоко волатильны, и существует обеспокоенность системой управления корпорациями, вследствие чего этот рынок, возможно, не может оказать большой помощи в продвижении юаня как международной валюты.

Темпы превращения валюты Китая в международную валюту будут зависеть от ее использования в международных финансах, а не только торговле. Оборот валютного рынка служит хорошим показателем потенциала валюты стать движущей валютой трансграничных операций торговли товарами и финансовыми активами. В настоящее время на долю юаня приходится менее 1 процента всего оборота, зарегистрированного на валютных рынках в 2010 году, но это не полностью отражает реального положения дел. Китай использует САР Гонконг в качестве важного финансового центра для проведения валютных операций, и в 2010 году на долю САР Гонконг приходилось 5 процентов оборота глобального валютного рынка. САР Гонконг служит важной платформой, обеспечивая конкурентоспособность юаня в сравнении с валютами других стран с формирующимся рынком в плане достижения статуса международной валюты.

Большинство рынков производных финансовых инструментов в Китае по-прежнему находится в стадии формирования, но три из его бирж товарно-сырьевых фьючерсов входят в ведущие 20 бирж производных финансовых инструментов в мире по числу заключенных фьючерсных и опционных контрактов. Однако с точки зрения содействия международному использованию валюты наличие крупного рынка товарно-сырьевых производных инструментов не столь важно, как наличие более диверсифицированных и ликвидных рынков производных финансовых инструментов.

В определенной степени политика притяжения активности к САР Гонконг обеспечивает выполнение им роли, которую обычно играют динамичные внутренние финансовые рынки. Как сумма депозитов в юанях, так и количество учреждений, которым разрешено проводить операции в юанях через САР Гонконг, за последний год резко увеличились.

Политика расширения офшорных операций в юанях действительно способствовала усилению его глобальной роли без угрозы потенциально негативных последствий либерализации счета операций с капиталом. Однако полный потенциал применения валюты Китая в международных операциях не может быть раскрыт без более активной внутренней деятельности. В конечном итоге, будет трудно полностью развить валютные рынки и рынки производных финансовых инструментов без существенной либерализации счета операций с капиталом.

Подводя итог вышесказанному, за последнее десятилетие произошло некоторое расширение и углубление финансовых рынков Китая и повышение их ликвидности. Но Китай по-прежнему отстает по ключевым показателям развития финансового рынка, а слабость финансовой системы, вероятно, будет препятствовать мерам по усилению международной роли валюты.

Растущее международное присутствие

Несмотря на слабую финансовую инфраструктуру поддержки юаня, его присутствие на международной арене усиливается (см. рис. 3 и 4). Китай широко использует САР Гонконг в качестве испытательной площадки для инициатив, направленных на расширение международного применения юаня. В 2004 году в САР Гонконг появились личные предприятия, ведущие счета в юанях, когда местным жителям было разрешено открывать депозитные счета, выраженные в юанях. За этим последовали другие инициативы, такие как проведение расчетов по международным торговым операциям и выпуск облигаций в юанях.

Учитывая быстро растущий объем торговли Китая, содействие расчетам по торговым операциям в юанях представляет собой первый логический шаг к обеспечению международного использования валюты. Объем расчетов по международным торговым операциям в валюте Китая резко вырос с тех пор, как они были введены в 2009 году. В 2011 году расчеты по торговым операциям в юанях составили порядка 8 процентов от общего объема торговли Китая товарами и услугами. Ежемесячные переводы в юанях для проведения расчетов по международным операциям в САР Гонконг увеличились почти до 25 млрд долл. США в месяц в 2011 году, что более чем в два раза выше, чем в среднем в 2010 году.

В САР Гонконг также увеличиваются выпуски облигаций в юанях (известных как облигации «дим-сам»), объем которых вырос втрое с 2007 по 2010 годы и достиг рекордного уровня в приблизительно 10 млрд долл. США во втором квартале 2011 года. За остальную часть 2011 года выпуски таких

Рисунок 2

Сокращая разрыв

Хотя в абсолютном выражении рынки долговых инструментов Китая являются небольшими, они быстро растут.

(Непогашенные отечественные долговые ценные бумаги, в трлн долл. США)



Источник: Банк международных расчетов.
Примечание. Данные за период по сентябрь 2011 года.

Рисунок 3

Растущее международное присутствие

Китай выпускает в САР Гонконг облигации, выраженные в юанях (облигации «дим-сам»), а также проводит расчеты по торговым операциям в юанях.

(В млрд долл. США)



Источники: данные CEIC; Bloomberg; расчеты авторов.

облигаций составили меньшую сумму, что отражало более слабые глобальные рыночные условия на фоне дальнейшего развития долгового кризиса в Европе.

Другим показателем применения юаня в офшорных операциях служат операции между банками. Такие расчетные операции в юанях практически не существовали до середины 2010 года, когда финансовым учреждениям в САР Гонконг было разрешено открывать счета, выраженные в юанях. С тех пор и объем, и стоимость операций резко возросли. Общая стоимость операций достигла рекордного уровня в 500 млрд долл. США в августе 2011 года.

Несмотря на по-прежнему скромные масштабы, появление и быстрое расширение различных элементов офшорного рынка в юанях служат признаком существенного присутствия валюты в торговых и финансовых операциях в Азии. Однако некоторые могут возразить, что выпуски облигаций «дим-сам» и расчеты по международным операциям в юанях по-прежнему имеют малые масштабы, и их основная часть приходится на компании материковой части Китая и их дочерние предприятия в САР Гонконг. Часть этой деятельности может также отражать попытки обойти контроль над капиталом. Словом, даже влияние применения юаня в офшорных операциях еще не достигло своего полного потенциала.

Действуя по другому направлению, центральный банк Китая открывает и расширяет двусторонние линии кредитных свопов в национальной валюте с центральными банками других стран во всем мире в целях облегчения и расширения применения юаня в международных торговых и финансовых операциях. Суммы этих двусторонних соглашений невелики, но они отражают усилия, имеющие своей целью повысить информированность центральных банков других стран об инструментах и финансовых механизмах в юанях и сделать их более привычными.

Юань также начал появляться в портфелях валютных резервов ряда центральных банков. Малайзия и Нигерия в 2011 году первыми сообщили о наличии резервов в юанях. Инвестиционный портфель центрального банка Чили в настоящее время насчитывает 0,3 процента активов в инструментах, выраженных в юанях. Другие центральные банки рассматривают возможность добавления активов в юанях к своим портфелям резервов. В принципе эти авуары не могут засчитываться в официальные резервы, учитывая недостаточную конвертируемость юаня, но это, как представляется, не сдерживает эти центральные банки, которые рассматривают выраженные в юанях активы (как и активы в других ведущих резервных валютах) в качестве страховки от давления на платежный баланс.

Рисунок 4

Банки усиливают роль юаня за границей

Депозиты на офшорных счетах, денежные переводы и расчетные операции между банками в юанях значительно превосходят уровни 2008 года.

(В млрд долл. США)



Источники: данные CEIC; органы денежно-кредитного регулирования Гонконга.

Все эти изменения не носят широкомасштабного характера, но символически важны, так как указывают на изменения в восприятии юаня как стабильной валюты и его будущей роли в международной валютной системе.

Вызов доллару

Посягает ли юань на роль доллара как доминирующей глобальной резервной валюты? Возможно, но этот день еще не скоро настанет. Более вероятно то, что в течение следующего десятилетия юань станет резервной валютой, которая будет ограничивать, но не положит конец доминирующему положению доллара.

Около двух третей глобальных валютных резервов в настоящее время хранится в финансовых инструментах, выраженных в долларах США. Другие показатели, такие как доля оборота валютного рынка и международных валютных обязательств неамериканских банков в долларах, подтверждают его доминирующую роль в глобальных финансах. В настоящее время усиливается беспокойство макроэкономической стабильностью США, что может сказаться на привлекательности доллара. Хотя центральный банк США — Федеральный резерв — пользуется большим доверием во всем мире из-за его высокой репутации в области борьбы с инфляцией, растущий государственный долг вызывает серьезное беспокойство. Валовой долг сектора государственного управления США составляет приблизительно 90 процентов ВВП страны и, по прогнозам МВФ, может повыситься к 2016 году до 110 процентов ВВП или почти 21 трлн долл. США. Это опасная ситуация для крупнейшей экономики мира, но, как ни парадоксально, в условиях слабости экономики Японии и зоны евро и спроса со стороны стран с формирующимся рынком на так называемые безопасные активы в процессе дальнейшего накопления ими валютных резервов увеличение долга США может цементировать господство доллара в глобальной финансовой системе.

Более того, между Китаем и США остается огромный разрыв, когда речь заходит о наличии безопасных и ликвидных активов, таких как государственные облигации. Глубина, широта и ликвидность финансовых рынков США непревзойденны. Вместо того чтобы догонять США путем наращивания долга, Китаю необходимо развивать свои другие финансовые рынки и расширять предложение высококачественных активов, выраженных в юанях.

Роль юаня в международной торговле и финансах усиливается. Хотя его значение, безусловно, будет расти, маловероятно, что юань станет важной резервной валютой (не говоря уже о том, чтобы потеснить доминирующее положение доллара), если только он не станет свободно конвертируемым и Китай не откроет счет операций с капиталом. Задачей для правительства Китая является подкрепление его скромных шагов в области международной политики значительными внутренними реформами. Перспективы юаня как глобальной валюты будут обусловлены более широким диапазоном мер политики, особенно связанных с развитием финансового рынка, гибкостью валютного курса и либерализацией счета операций с капиталом. Дальнейший экономический рост Китая и роль юаня в глобальной экономике будут зависеть от этих мер политики. ■

Эсвар Прасад — старший преподаватель торговой политики профессуры «Толани» Корнельского университета и заведующий кафедрой «Новый век» Брукингского института. Лэй Йи — выпускник аспирантуры Корнельского университета.

Данная статья основана на подготовленном авторами исследовании для Брукингского института под названием «Роль юаня в глобальной валютной системе».