

**В. В. Козюк**

### **ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИЯ ЮАНЯ: ПРОБЛЕМА СТРАТЕГИИ ОДНОСТОРОННИХ ВЫГОНД ТА ЇЇ ГЛОБАЛЬНІ РИЗИКИ**

*Стверджується, що очікування близького лідерства Китаю у сфері функціонування резервних валют ґрунтуються на кількісних критеріях оцінки його внеску в розподіл глобальної економічної потужності. Інтернаціоналізація юаня пов'язана з його поширенням торговельними каналами та створенням мережі його обігу без прямої рецикляції на внутрішній ринок активів. Разом із обмеженням припливу капіталів на нього зазначене вказує на прагнення КНР проводити політику набуття юанем резервного статусу в гібридний спосіб, коли глобальній економіці нав'язується обіг китайської валюти без можливості розміщення її в ліквідних активах, завдяки чому країна отримує односторонні вигоди. У статті підкреслено, що ізолювання внутрішнього ринку активів від припливу капіталів свідчить про його структурну слабкість і фактичні ознаки перегріву. Отже, інтернаціоналізація юаня закономірно не спирається на лібералізацію потоків капіталу. Зазначено, що розширення мережі своїх валютних резервів унаслідок зростання центробанками багатьох країн світу є проявом політики акселерації торговельної залежності від китайського імпорту поряд із посиленням залежності від ліквідності в юанях за кордоном. Зростання паралельного обігу юаня за межами КНР і обмеження доступу на внутрішній ринок глобальних капіталів вказує на вразливість країни до конфлікту між рівноважним збільшенням вартості активів та конкурентоспроможністю. Наголошено, що зниження ліквідності глобальних валютних резервів унаслідок зростання в них частки гібридної резервної валюти (юаня) загрожує погіршенням монетарної стабільності у світі. З огляду на зазначене, є нагальна потреба в запровадженні наднаціонального нагляду за процесом інтернаціоналізації валют таких країн, як Китай.*

**Ключові слова:** інтернаціоналізація валюти, юань, глобальна монетарна стабільність, лібералізація потоків капіталу, ринок активів, глобальні валютні резерви.

Табл. 4. Літ. 16.

**В. В. Козюк**

### **ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИЯ ЮАНЯ: ПРОБЛЕМА СТРАТЕГИИ ОДНОСТОРОННИХ ВЫГОНД И ЕЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ РИССИ**

*Утверждается, что ожидания скорого лидерства Китая в сфере функционирования резервных валют основываются на количественных критериях оценки его взноса в распределение глобальной экономической мощности. Интернационализация юаня связана с его распространением по торговым каналам и созданием сети его обращения без прямой рецикляции на внутренний рынок активов. Вместе с ограничениями притока капиталов на него отмеченное указывает на стремление КНР проводить политику приобретения юанем резервного статуса гибридным способом, когда глобальной экономике навязывается обращение китайской валюты без возможности размещения ее в ликвидных активах, благодаря чему страна получает односторонние выгоды. В статье подчеркнута, что изолирование внутреннего рынка активов от притока капиталов свидетельствует о его структурной слабости и фактических признаках перегрева. Значит, интернационализация юаня закономірно не опирается на либерализацию потоков капитала. Отмечено, что расширение сети двусторонних своих между Народным банком Китая и центробанками многих стран мира является проявлением политики акселерации торговой зависимости от китайского импорта вместе с усилением зависимости от ликвидности в юанях за границей. Возрастание паралельного обращения юаня за пределами КНР и ограничение доступа на внутренний рынок глобальных капиталов указывает на уязвимость страны к конфликту между равновесным увеличением*

© Козюк В. В., 2015

стоимости активов и конкурентоспособностью. Сделан акцент, что снижение ликвидности глобальных валютных резервов вследствие возрастания в них доли гибридной резервной валюты (юаня) угрожает ухудшением монетарной стабильности в мире. Ввиду отмеченного есть необходимость в учреждении наднационального надзора за процессом интернационализации валют таких стран, как Китай.

**Ключевые слова:** интернационализация валюты, юань, глобальная монетарная стабильность, либерализация потоков капитала, рынок активов, глобальные валютные резервы.

**Viktor Koziuk**

### INTERNATIONALIZATION OF THE YUAN: THE PROBLEM OF UNILATERAL BENEFITS STRATEGY AND ITS GLOBAL RISKS

*It is stressed that expectations of nearest China's leadership in reserve currencies area is basing only on quantitative analysis of its contribution to global economic power distribution. Renminbi internationalization is standing on the ground of global trade networking without direct recycletion on domestic assets market. Together with capital inflow restrictions this shows that China will to push the policy of hybrid reserve currency status gaining when global economy is softly forced to accept renminbi circulation without access to liquid assets market. This brings China unilateral benefits. Domestic market isolation from capital inflow is meaning its structural weakness and likely overheating. Due to this renminbi internalization naturally is not basing on capital flow liberalization. Bilateral swap lines widening between People Bank of Chine and central banks around the world is feature of the policy to accelerate dependence on Chinese import and liquidity in renminbi abroad. Expanding of parallel circulation of renminbi abroad and global capital access to domestic market restrictions demonstrate Chinese vulnerability to conflict between equilibrium upward assets prices movement and competitiveness. Global exchange reserves liquidity diminishes due to increase fraction of hybrid reserve currency — renminbi — produces risk of global monetary instability. Based on mentioned, there is an urgent need for introduction of supranational supervision over internationalization of currencies of countries like China.*

**Keywords:** currency internationalization, yuan, global monetary stability, capital flow liberalization, assets market, global exchange reserve.

**JEL classification:** F31, F33, F65.

Невдоволення системою резервних валют дедалі більше стає звичним предметом дискусій щодо напряму глобальних монетарних реформ. Зменшення частки розвинутих країн у глобальному ВВП і торгівлі розглядається як передумова на користь зрушень у сфері глобальної алокації активів, за чим або паралельно має йти зміна валютної структури резервів центробанків у світі загалом. Погляд на резервний статус валюти як на епіфеномен масштабу економіки відкриває шлях до активізації досліджень майбутнього глобального монетарного ландшафту саме у світлі швидкого зростання значення ряду країн із ринками, що формуються, в розподілі глобальної економічної потужності.

Прогнозні дані щодо недалекого глобального лідерства Китаю вже сьогодні викликають мало скептичних застережень, сприяючи утвердженню думки, що за цим лідерством має неминуче відбутися трансформація глобальних монетарних взаємин, у яких набір резервних валют/активів і спосіб доступу до них є визначальними елементами. Погляди на юань як на резервну валюту майбутнього повністю синхронізуються із загальними висновками

про те, що в найближчих 20—30 років структура глобальної економіки зміниться на користь азійського блоку. При цьому відступлення від кількісного підходу до аналізу передумов набуття резервного статусу валюти в бік дослідження якісних (зокрема, інституціональних, регуляторних) і функціональних компонент указує на те, що між критеріями масштабу економіки, котрі грають на користь Китаю, й ознаками якості активів, фінансової системи та її функціонування, які грають на користь долара і євро, утворилася прірва, заповнення котрої не передбачає стереотипних кроків. Більше того, варіанти послідовності таких кроків не є нейтральними щодо проблеми глобальної макрофінансової стабільності.

Можна з упевненістю констатувати, що глобальна стабільність майбутнього вже сьогодні залежить від того, яку стратегію інтернаціоналізації юаня обере Китай і наскільки успішною вона буде. Більшість дослідників одностайні в тому, що “народні гроші” здатні утворити з долларом США та євро тріаду валют-лідерів у глобальних макрофінансових процесах, а також що цьому передує тривалий період внутрішніх реформ, найболючішою з яких є лібералізація потоків капіталу. Відсутність ринкової фінансової системи, відповідних засад монетарної політики, а також проблеми з інститутами демократії вказують на те, що набуття юанем статусу міжнародної валюти не буде настільки простим, як очікують окремі апологети. При цьому фактичне виконання китайською валютою резервних функцій без достатніх підстав створює ризик зниження ліквідності валютних резервів у глобальних масштабах. Окрім того, ризик використання переваг, набутих у рамках процесу інтернаціоналізації валюти, не на користь усій глобальній економіці виникає у зв'язку зі схильністю великих економік до односторонніх дій, що вимагає більш прискіпливого погляду на посилення ролі КНР у глобальних монетарних процесах. У світлі ще нещодавніх тверджень про можливість формування валютних резервів Національного банку України (НБУ) в юанях питання стратегії інтернаціоналізації цієї валюти є актуальним і в нашій державі.

Аналіз публікацій на предмет інтернаціоналізації юаня дає змогу виокремити кілька напрямів. Дослідники перспектив цієї валюти переважно послуговуються принципом кількісного підходу. Подібний аналіз зазвичай проводиться на основі визначення впливу величини трансакційної зони, частки в глобальній торгівлі, потоках капіталу або синтетичного показника економічної потужності на частку валюти у структурі глобальних резервів. Результати більшості таких досліджень свідчать про перспективність юаня як резервної валюти, котра може конкурувати з долларом і євро [1; 2]. Проте в разі використання індикаторів якісного характеру очікувана частка глобальних валютних резервів, яка може припадати на юань, знижується з 12 до 2 %. Саме на цьому роблять акцент окремі дослідники, стверджуючи, що Китаю слід бути поміркованішим у процесі інтернаціоналізації валюти [3].

Дослідники інтернаціоналізації валют країн із ринками, що формуються, приділяють значну увагу також перспективам зміни глобального монетарного порядку у світлі зростання ролі КНР. У рамках таких досліджень наголошується на проблемі поглиблення фінансових систем та зниженні макрофінансової вразливості країн — претендентів на ключову роль у монетарних процесах світового рівня, інспіровану волатильними потоками капіталів. Визнається, що глобальна монетарна стабільність істотно залежить від спроможності таких країн, як Корея, Китай, Індія, Бразилія, Туреччина, Мексика, створити хоча б подобу альтернативи домінуванню долара і євро та за рахунок цього змінити тренд нагромадження резервів у глобальній економіці загалом [4; 5]. Водночас у рамках цих досліджень визнається, що інтернаціоналізація валюти вже не є односторонніми вигодами [6], а країна її емісії наражається на ризик макрофінансової нестабільності, оскільки стає залежною від волатильних потоків капіталу й занижених процентних ставок. Інтернаціоналізація валют країн, які перебувають на стадії реальної конвергенції, створює додаткові труднощі, адже рівень їх фінансового розвитку аж ніяк не достатній для того, щоб абсорбувати приплив капіталів.

Особливості інтернаціоналізації юаня обумовлюють велику обережність прогнозів щодо його швидкого становлення як ключової й тим більше резервної валюти. Переважно стверджується, що саме неготовність і небажання КНР відкривати внутрішній ринок для припливу капіталів і, відповідно, обмеження на його вплив із неторговельних операцій є основною причиною того, чому юань ще не скоро зможе стати повноцінною резервною валютою, навіть за наявності інших передумов [7—9]. Аналіз вигід інтернаціоналізації цієї валюти також вказує на те, що повною мірою вони будуть реалізовані, якщо Китай досягне такого рівня фінансового розвитку, коли транскордонні переливи капіталів не будуть джерелом вразливості його фінансової системи, а гнучкий валютний курс — конкурентоспроможності. А це може відбутися виключно в довгостроковій перспективі. До того часу країна залишиться частково відкритою зі значним контролем руху капіталу [10].

Б. Коен визнає, що враження про агресивність політики інтернаціоналізації юаня може скластися на підставі об'єктивної оцінки дій КНР. Але такі дії вочевидь не відповідають заявленим амбітним цілям. На думку економіста, насправді Китай не проводить настільки активну політику інтернаціоналізації, як може здаватися [11]. За його словами, цілий ряд дослідників розглядає майбутнє юаня як долю, що вказує на їхню переконаність у детермінуючих силах масштабів китайської економіки. Досягти очікуваного рівня інтернаціоналізації можливо тільки за умови комплексу супутніх трансформацій, котрі не є механічними похідними обсягів ВВП і торгівлі КНР (маються на увазі адекватний розвиток внутрішнього фінансового ринку, конвертованість національної валюти, довіра до політичних інститутів,

цінова стабільність, диверсифікація торгівлі, можливість запобігати геополітичним тертям тощо) [12]<sup>1</sup>.

Суперечливе ставлення до інтернаціоналізації також простежується в позиціях провідних економістів Народного банку Китаю (НБК). Лібералізація операцій рахунку капіталу на тлі значних дисбалансів у фінансовому секторі країни не виключає того, що наразі інтернаціоналізація є передчасною, та потреби в більш градуалістському підході [13]. У зв'язку з цим набуття юанем резервного статусу ускладнюється, навіть попри те, що політика інтернаціоналізації не приховує прагнення утвердити його як валюту розміщення зовнішніх активів. Важливість інституціональних факторів при формуванні статусу резервної валюти доводять і китайські дослідники [3].

Як видно, в політиці інтернаціоналізації юаня часто присутні демонстративні ефекти. Формальна оцінка закордонного обігу китайської валюти (в англійській літературі — “renminbi”) не повинна вводити в оману стосовно того, що в політиці КНР прихований ряд стратегічних ходів, котрі не вказують на справжнє прагнення наділити юань властивостями резервної валюти. Набуття такого статусу без відповідності релевантним критеріям створює передумови для виникнення односторонніх вигід на користь Китаю, що не сумісні з “колективним благом” резервної валюти, як це впливає з теоретичних підходів, у рамках котрих вона аналізується з позиції природної монополії. Більшість досліджень процесу інтернаціоналізації та відповідної політики КНР зосереджуються на мотивах, засобах і вигодах для самої країни [14; 10], а не на колективному ефекті відповідних дій у довгостроковому періоді. Відповідно, завданням статті є доведення того, що політика інтернаціоналізації юаня побудована за принципом набуття односторонніх вигід шляхом створення гібридної резервної валюти, тобто такої, яка не відповідає всьому набору критеріїв, необхідних для виконання резервної функції в глобальній економіці.

Так, трансформація структури глобальної економіки чітко вказує на те, що домінування Китаю є довгостроковою тенденцією (табл. 1), а також на зміни у відносних масштабах трансакційних зон, де домінують певні валюти, що теоретично є підставою для очікувань зростання значення юаня не лише в сукупності операцій резидентів КНР, а й нерезидентів. Зрушення в структурі глобального ВВП у масштабах, наведених у табл. 1, теж свідчать про те, що кількісні зміни в структурі глобального портфеля активів так чи інакше повинні з'явитися на користь тих країн, частка яких невпинно збільшуватиметься.

<sup>1</sup> У цій праці Б. Коен наголошує, що стосовно майбутньої ролі марки ФРН і єни свого часу також були оптимістичні прогнози, проте вони не справдились, особливо щодо японської валюти.

**Таблиця 1. Довгострокові зміни внеску окремих країн світу в глобальний ВВП (на основі валютних курсів 2005 р.), %**

Країна	1870	1890	1910	1930	1950	1970	1990	2010	2030	2050
США	14	20	27	30	40	27	23	21	14	11
Зона євро	—	—	—	—	—	—	—	15	8	6
Великобританія (з основними колоніями)	30	25	20	15	8	6	4	3	2	1
Німеччина	9	12	14	10	7	8	6	—	—	—
Франція	8	7	6	6	7	5	4	—	—	—
Японія	3	3	3	4	3	8	9	6	4	3
Індія	—	—	—	—	2	2	3	4	5	8
Китай	10	6	4	3	2	2	4	14	30	34

*Джерело:* Angeloni I. The International Monetary System is Changing: What Opportunities and Risks for the Euro? / I. Angeloni, A. Sapir // Bruegel Working Paper. — 2011. — No 11. — P. 6.

Однак, як видно з табл. 2, є істотна різниця між масштабами фінансового розвитку країн із ринками, що формуються, та розвинутих держав, унаслідок чого конкуренція між фінансовими системами не дає підстав для оптимізму щодо радикального прогресу в інтернаціоналізації валют країн із середніми доходами. Інтернаціоналізацію юаня загалом та набуття ним резервного статусу слід сприймати під кутом зору істотних асиметрій рівня фінансового розвитку КНР у глобальній перспективі. По-перше, фінансовий розвиток країни відбувається за дуже жорстких обмежень на транскордонні переливи капіталів, через що внутрішній фінансовий ринок не піддається безпосередньому впливу глобальних рівноважних тенденцій, а нерезиденти не мають доступу до китайського ринку активів. По-друге, з огляду на масштаби випуску облігацій, ринок, котрий є найважливішим для виконання валютою резервних функцій, перебуває в зародковому стані та ще тривалий час не зможе претендувати на роль глобально-центричного атрактора потоків капіталу. По-третє, величина внутрішнього кредиту, яка інколи перевищує аналогічний показник по ряду розвинутих країн, засвідчує не так глибину китайського фінансового сектору, як неринкові процеси алокації кредиту та потенційну слабкість банківської системи. По-четверте, китайський ринок акцій має найвищий потенціал до набуття глобально значимих параметрів, але в теперішніх умовах відкриття доступу до нього найімовірніше призводитиме до перманентного генерування ризику перегріву й виникнення бульбашки. Цей ринок справді може стати реальною альтернативою наявним варіантам формування портфеля, внаслідок чого очікування його зростання в майбутньому призведуть до дуже швидкої переоцінки, а масштаб припливу капіталів може бути таким, що піддасть сумніву спроможність уряду утримувати курс юаня від підвищення. Тобто КНР не позбавлена імунітету від конфлікту між збільшенням вартості активів через фінансову конвергенцію та відповідним припливом капіталів і конкурентоспроможністю.

Таблиця 2. Індикатори розвитку фінансового сектору окремих країн світу

Країна	Капіталізація ринку акцій, % ВВП		Ринкова ліквідність, вартість акцій, що торгуються, % ВВП		Капіталізація ринку акцій, млн дол. США		Внутрішній кредит приватному сектору, %		Загальна вартість випущених боргових паперів, млрд дол. США		Індекс Чін-Го
	2005	2012	2005	2012	2005	2012	2013	2014	2013	2014	
	США	129,6	115,5	164,3	132,2	16 970 865	18 668 333	49,0	34 946,7	max.	
Японія	103,5	61,8	109,3	60,5	4 736 513	3 680 982	110,0	12 966,0	max.	max.	
Великобританія	126,8	115,5	172,8	95,2	3 058 182	3 019 467	155,0	6 214,4	max.	max.	
Німеччина	42,7	42,1	61,7	34,7	1 221 250	1 486 315	93,0	4 286,4	max.	max.	
Китай	34,6	44,9	26,0	70,8	780 763	3 697 376	140,0	4 248,2	-1,1	-1,1	
Бразилія	53,8	54,7	17,5	37,1	474 647	1 229 850	71,0	—	0,4	0,4	
Гонконг	381,9	421,9	162,0	468,1	693 486	1 108 127	219,0	338,6	2,5	2,5	
Індія	66,3	68,0	52,0	33,5	553 074	1 263 335	52,0	—	-1,1	-1,1	
Індонезія	28,5	45,3	14,7	10,5	81 428	396 772	34,0	—	1,1	1,1	
Корея	80,0	96,5	133,9	123,8	718 180	1 180 473	135,0	—	0,4	0,4	
Мексика	27,6	44,3	6,1	10,0	239 128	525 057	22,0	—	1,1	1,1	
Росія	71,8	43,4	20,9	36,3	548 579	874 659	53,0	509,1	0,2	0,2	
Сінгапур	248,5	144,3	94,0	54,5	316 658	414 126	129,0	352,7	2,5	2,5	
ПАР	228,9	160,1	81,2	81,5	565 408	612 308	70,0	—	-1,1	-1,1	
Туреччина	33,4	39,1	41,7	44,2	161 537	308 775	66,0	300,8	0,1	0,1	

Джерело: World Development Indicators / World Bank [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.worldbank.org>.

В умовах відстаючого фінансового розвитку КНР порівняно з успіхами у сфері глобального виробництва й торгівлі на політику інтернаціоналізації покладаються завдання досягнення глобального лідерства і структурних зрушень, які сприятимуть трансформації фінансового сектору в напрямі посилення позицій у глобальних монетарних процесах. У табл. 3 відображено ряд кроків, зроблених у сфері інтернаціоналізації юаня, котрі вказують на прагнення охопити всі функції міжнародних грошей, завдяки чому такі заходи створюють політичні й економічні передумови для виникнення гібридної резервної валюти, оскільки не передбачають лібералізацію доступу до ринку активів самого Китаю та інтеграцію його фінансової системи з глобальною. У такій стратегії можна помітити особливий погляд на поєднання цілей економічного й фінансового розвитку із забезпеченням макрофінансової стабільності на основі мінімізації деструктивного впливу на неї глобальних факторів. Але так само в цій стратегії можна побачити чіткі функціональні напрями інтернаціоналізації, в рамках яких формуватиметься попит на юань, проте без його безпосередньої рециркуляції на внутрішній ринок.

Таблиця 3. Функції міжнародних грошей, заходи політики інтернаціоналізації юаня

Функція	Призначення (сектор застосування)	Дата	Подія
Засіб збереження вартості (store of value)	Розміщення валютних резервів (публічний)	липень 2012 р.	Центробанку Індонезії дозволено інвестувати активи через міжбанківський ринок облігацій Народного банку Китаю
		квітень 2013 р.	Резервний банк Австралії планує розмістити 5 % зовнішніх активів у "renminbi"
	Валютне заміщення (приватний)	грудень 2002 р.	Запровадження попередніх заходів щодо інвестиційних операцій на внутрішньому ринку для кваліфікованих зарубіжних інституціональних інвесторів
		лютий 2004 р.	Банкам Гонконгу дозволено відкривати депозитні рахунки в юанях
		червень 2007 р.	Випуск перших облігацій, деномінованих у юанях
		грудень 2012 р.	Народним банком Китаю визначено порядок транскордонних позик у юанях через ринок у Шанхаї
Засіб обміну (medium of exchange)	Валюта інтервенцій (публічний)	—	—
	Валюта визначення цін у міжнародній торгівлі	липень 2009 р.	Запровадження пілотної програми розрахунків у юанях за транскордонними торговельними операціями
		січень 2011 р.	Національним компаніям дозволено здійснювати інвестиції в юанях за кордоном
		серпень 2011 р.	Транскордонні торговельні операції в юанях дозволені стосовно всіх резидентів
Одиниця рахунку (unit of account)	Валюта прив'язки (публічний)	—	—
	Валюта деномінації контрактів (приватний)	—	—

Джерело: Huang Y. Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications / Y. Huang, D. Wang, G. Fan // Asian Development Bank Institute Working Paper. — 2014. — No 482. — P. 4.



Тобто, з одного боку, інтернаціоналізація може розглядатись як стимул до внутрішніх структурних реформ, котрі навряд чи впроваджувалися б, якби не прагнення збільшити глобальне значення китайської валюти. З другого боку, обережність у рішеннях щодо потоків капіталу слід пояснювати неготовністю самої КНР до виконання юанем повноцінних резервних функцій. Іншими словами, уряду країни хотілося б, щоб юань ставав резервною валютою паралельно з діями, котрі окреслювали б шлях у цьому напрямі, але до кінця до цього найближчим часом не приводили б, завдяки чому можна було б із упевненістю сказати, що юань є квазірезервною валютою з асиметричною здатністю задовольняти потреби у сфері нагромадження зовнішніх активів. У першому наближенні це означає, що Китай прагне до одностороннього перерозподілу вигід від резервного статусу своєї валюти без жодного тягаря обмежень на власну політику, імітуючи США. Однак розрив у якості активів, потенціалі стабільності фінансової системи та, зрештою, масштабі й діапазоні так званих додаткових сервісів (кредитування останньої інстанції, фіскальний простір, глибина фінансового ринку, інституціональний захист прав власності на активи<sup>1</sup>) резервної валюти між долларом і юанем вказує на потенційну небезпеку для глобальної економіки через прагнення КНР бути лідером без відповідної “контрибуції” як підґрунтя для цього. Такі висновки можна зробити, виявляючи особливості політики інтернаціоналізації “renminbi”.

Контроль потоків капіталу відіграє принципову роль у режимі монетарної політики. Кількісні орієнтири щодо депозитних і кредитних ставок, раціонування кредиту та секторні обмеження є основними інструментами НБК. Обов'язкове резервування може знизити вразливість банківської системи Китаю до припливу капіталів, але не гарантує повного усунення викривлень у фінансовому секторі [15]. Очевидна невідповідність між рівнем розвитку фінансової системи та інструментами й режимом монетарної політики в країні пояснює, чому лібералізація потоків капіталу постійно відкладається. Перехід до ринкових інструментів паралельно зі збільшенням діапазону коливань валютного курсу та процентних ставок навряд чи можливий, оскільки це означає різке обмеження можливостей НБК впливати на широкий спектр макроекономічних процесів. Тому насамперед потрібно змінити структуру монетарної політики. Тоді зовнішня лібералізація, проведена після цього, допоможе фінансовій системі адаптуватися до ринкового формату, рівновага на ринку грошей і капіталів буде знайдена й потоки капіталу впливатимуть на неї вже після того, як вона утвориться завдяки внутрішнім факторам. Інший варіант (внутрішня рівновага пристосовується до утвореного балансу в потоках капіталу) можливий, але однозначно менш контрольований.

<sup>1</sup> Детальніше ця проблема висвітлена у праці: Козюк В. В. Резервний статус валюти в глобальній економіці: проблема темпоральних конфліктів / В. В. Козюк // Вісник НБУ. — 2014. — № 4. — С. 30—36.

У 2012 р., коли підвищення ставок стало наслідком появи ознак перегріву ринку нерухомості, Китай продемонстрував, що фінансова стабільність є важливим пріоритетом монетарної політики. Разом із жорстким дотриманням курсу цінової стабільності це створюватиме надійне підґрунтя для монетарних реформ. Суспільний інститут цінової й фінансової стабільності позитивно позначатиметься на обмеженнях схильності до внутрішніх монетарних стимулів. Проте за масштабної реалокації глобальних капіталів ринкових інструментів стримування перегріву фінансового сектору поряд із запобіганням втраті конкурентоспроможності може бути замало. Найімовірніше КНР дотримуватиметься гібридної стратегії відстаючих реформ у сфері зовнішньої лібералізації за збереження можливостей запровадження активної селективної політики контролю руху капіталу. Для інтернаціоналізації юаня це може мати неоднозначні наслідки. Гібридна макрофінансова стабільність приваблюватиме капітал, але гальмуватиме набуття резервного статусу.

Політика інтернаціоналізації юаня тісно пов'язана зі стратегією торговельної експансії — вони взаємопідсилюють одна одну. Поштовхом до активного просування юаня як валюти, за допомогою якої фінансується китайський експорт, став різкий обвал глобальної торгівлі, зокрема в Азії, у відповідь на стиснення доларової ліквідності. Оскільки експорт є головним рушієм поступу національної економіки, посилення його залежності від коливання глобальних фінансових умов розглядається в КНР як неприйнятний наслідок функціонування монополізованої доларом США міжнародної валютної системи [14]. Розширення можливостей у сфері фінансування експорту за рахунок юаня дає змогу Китаю розв'язати одразу декілька ключових завдань: зменшити залежність експорту і зростання від глобальних фінансових умов, у визначенні яких домінують США; забезпечити інтернаціоналізацію реальним підґрунтям у вигляді когерентного збільшення експортних можливостей та його фінансування у власній валюті; зменшити тиск на резерви; розширити мережу операцій із юанем на глобальному валютному ринку, й таким чином створити передумови для дії ефекту мережі на користь національної грошової одиниці.

Трансформація структури глобальної торгівлі сприяє інтернаціоналізації юаня торговельними каналами. Обсяги глобальної торгівлі, що обслуговується цією валютою, зростають швидкими темпами. Якщо у 2009 р. вони були мізерні, то вже у 2011 р. перевищили 600 млрд юанів, тобто понад 8 % усієї глобальної торгівлі [9, с. 29]. Завдяки розширенню китайського імпорту у структурі кінцевого й проміжного споживання в усьому світі ймовірність виникнення ефекту мережі істотно підвищується, тим більше за активної підтримки уряду країни. Політика останнього у сфері укладання угод про дво- й багатосторонні свопи на операції в національних валютах відображає найактивніші дії у сфері інтернаціоналізації. Свопи гарантують, що операції не будуть обмежені браком ліквідності сторін.

Політика укладання свопових угод стартувала 2001 р. у рамках розширення реалізації ініціативи Чіанг Мей за допомогою двосторонніх угод Китаю з країнами-партнерами. Однак, якщо до 2007 р. угоди стосовно двосторонньої підтримки ліквідності країн-учасниць передбачали застосування долара та національних валют, то після — виключно юаня й національних валют. Окрім того, якщо до 2007 р. партнерами були тільки азійські країни, то після — практично з усіх континентів (табл. 4). Зміни в політиці КНР щодо вибору валюти двосторонніх свопів пов'язані виключно з прагненням вивести регіональну фінансову інтеграцію в Азії з-під впливу долара, а в ширшому міжнародному контексті — сформувати мережу розрахунків у юанях.

Таблиця 4. Двосторонні своп-угоди Китаю з 2008 р.

Країна-партнер	Дата	Сума, на яку укладено своп-угоду, млрд юанів	Країна-партнер	Дата	Сума, на яку укладено своп-угоду, млрд юанів
Корея	12.12.2008	180	Узбекистан	19.04.2011	0,7
	26.10.2011	360	Монголія	06.05.2011	5
Гонконг	20.01.2009	200		20.03.2012	10
	22.11.2011	400	Казахстан	13.06.2011	7
Малайзія	08.02.2009	80	Таїланд	22.12.2011	70
	08.02.2012	180	Пакистан	23.12.2011	10
Білорусь	11.03.2009	20	ОАЕ	17.01.2012	35
Індонезія	23.03.2009	100	Туреччина	21.02.2012	10
Аргентина	02.04.2009	70	Австралія	22.03.2012	200
Ісландія	09.06.2010	3,5	Україна	26.06.2012	15
Сінгапур	23.06.2010	150	Бразилія	26.03.2013	190
	07.03.2013	300	Великобританія	22.06.2013	200
Нова Зеландія	18.04.2011	25	<b>Разом</b>		<b>2206</b>

*Джерело:* Huang Y. Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications / Y. Huang, D. Wang, G. Fan // Asian Development Bank Institute Working Paper. — 2014. — No 482. — P. 5.

Можна вважати, що двосторонні свопи, котрі сприяють торгівлі, в поєднанні із жорсткими обмеженнями на операції з капіталом є ключовою стратегічною лінією на отримання асиметричних переваг у процесі гібридної інтернаціоналізації. Найімовірніше більшість країн-партнерів ще тривалий час матиме з Китаєм дефіцит торгівлі. Свопові лінії призводитимуть до того, що їхні банки, постійно перебуваючи в стані перевищення платіжними вимогами в юанях зобов'язань у власних валютах, дедалі більше залежатимуть від еластичності пропозиції ліквідності саме в цій валюті. Водночас відсутність ліквідного ринку останньої спричинятиме накопичення залишків у ній. У глобальному вимірі це призведе до нагромадження банківськими структурами активів

у юанях, які неможливо буде ще тривалий час використовувати у фінансово-інвестиційних цілях, а лише в торговельних.

Такий опосередкований примус до торгівлі товарами, а не активами породжує нову форму “надмірного привілею” — операції з товарами в національній валюті задля стимулювання глобальної експансії експорту без операцій із активами, котрі загрожують перегрівом фінансового сектору та погіршенням конкурентоспроможності. Така політика Китаю виглядає як асиметрична відповідь на структурні переваги Сполучених Штатів, що мають значний дефіцит поточного рахунку, приваблюють капітал на борговий ринок під низькі проценти у власній валюті, а інвестують за кордон у власній валюті, але у високодохідні активи, виражені як у доларах, так і в національних валютах. КНР, у свою чергу, має чималий профіцит торгівлі, залучає ПІІ в іноземній валюті, інвестує за кордон не у своїй валюті, проте його кумулятивні зовнішні активи майже вдвічі більші за зовнішні зобов'язання, тоді як для США останні дещо перевищують зовнішні активи [9, с. 31]. У таких умовах Сполучені Штати мають перевагу в процентному диференціалі. Китай отримує перевагу у вигляді створення стимулів для експорту без ризику внутрішньої фінансової дестабілізації, але стає вразливим до коливання курсу, коли його зростання погіршуватиме конкурентоспроможність і зменшуватиме вартість зовнішніх активів. Гібридна інтернаціоналізація знижує вразливість конкурентоспроможності до коливань співвідношення юаня та долара, а виведення капіталів послаблює тиск резервів на ліквідність банківської системи.

Чималий обсяг нагромаджених резервів уже призвів до зміни моделі управління ними. Дві основні форми інвестиційної схеми диверсифікації резервів (функціонування Китайської інвестиційної корпорації (КІК), заснованої у 2007 р., та реалізація програми фінансування державних корпорацій у сфері ПІІ) не тільки підвищують їхню дохідність, а й зорієнтовані на збільшення ролі юаня в глобальних фінансах. Так, КІК стартувала з позиції у 200 млрд дол. США активів в управлінні, а вже через чотири роки вартість її портфеля подвоїлася. При цьому, якщо спочатку 48 % активів КІК припадало на суверенні інструменти, то на сьогодні їхня частка скоротилася до 25 %. Програма фінансування державних корпорацій у сфері закордонної експансії також відрізняється масштабністю. Завдяки її реалізації китайські ПІІ сягнули у 2012 р. 62,5 млрд дол. [14, с. 6].

Інвестиційна форма використання резервів, вочевидь, супроводжуватиметься поєднанням пов'язаного придбання активів за кордоном із переходом на розрахунки в юанях за товарними позиціями. Особливо це стосуватиметься участі Китаю в проектах у реальному секторі. Найімовірніше такому “м'якому примусу” до прийняття інтернаціоналізації юаня піддадуться ті країни, котрі мають певні проблеми з припливом ПІІ та резервами. Оскільки такі країни здебільшого потерпають від недостатнього припливу капіталів, погіршення

конкурентоспроможності та “втечі” капіталів за кордон унаслідок низької якості інститутів, потенціал їхньої співпраці з МВФ обмежений політичною згодою на структурні реформи. КНР у такій ситуації може перебрати на себе роль квазікредитора останньої інстанції у вигляді входження на ринок через проекти в реальному секторі та прив’язування країни до фінансування китайського імпорту в його валюті.

У короткостроковому періоді для країни-реципієнта ситуація виглядає прийнятною з макрофінансової й політико-інституціональної точки зору. Підтримання макрофінансової стабільності за допомогою китайського капіталу збігається зі статус-кво у сфері політико-дистрибутивних конфліктів. У довгостроковому періоді країна може потрапити в залежність від перманентних ін’єкцій із боку КНР, яка прагнучиме компенсувати фінансові ризики політичними й геополітичними вигодами. Звичайно, інвестиційний менеджмент валютних резервів через фонд суверенного багатства звужує можливості прямого тиску щодо згоди на розрахунки в юанях. Однак просування ролі квазікредитора останньої інстанції має кореспондувати з вигодами, а перемішування їхньої геополітичної форми із формою інтернаціоналізації юаня в рамках торговельних операцій стане прикметною рисою китайської економічної дипломатії.

Інтернаціоналізація фінансовими каналами має характер дозованого впливу на внутрішній ринок активів із паралельним тестуванням потенційних масштабів офшорних операцій із юанем. Створення офіційного офшорного ринку для операцій із капіталом у юанях у Гонконгу має декілька важливих місій. Залишки з торговельних операцій, що осідають на рахунках у глобальній банківській системі, можуть бути розміщені в інструментах виключно через Гонконг. Це дає змогу чітко локалізувати повернення потоків капіталу в материковий Китай і при цьому не позбавити торговельних партнерів формальних гарантій, що їхні залишки на рахунках у юанях не можуть бути використані для фінансових операцій. Друга місія — створення ринку, де китайські компанії могли б розмішувати зовнішні боргові зобов’язання в юанях.

У 2004 р. банкам було дозволено відкривати рахунки в Гонконгу (офіційно запущена у 2004 р., схема реально почала працювати з 2010 р., після зняття низки регуляторних обмежень), а з 2010 р. — запозичувати фонди для фінансування діяльності на материк (так званий ринок Дім-сам). З 2010 р. цей ринок було відкрито також для нефінансових компаній і транснаціональних корпорацій, які працюють на китайському ринку. У 2005 р. започатковано створення ринку Панда-облігацій у Шанхаї, на котрий допускаються нерезиденти (насправді обмежене коло учасників, що відповідають певному переліку критеріїв) для розміщення зобов’язань у “renminbi”. У 2009 р. міністерство фінансів випустило на цьому ринку невелике число облігацій, призначених не так для задоволення фінансових потреб, як для запуску ринку та розширення кількості доступних інструментів, окрім депозитів у банках Гонконгу.

У кількісному виразі успіх фінансової інтернаціоналізації юаня не виглядає переконливим, окрім швидкості нарощування обороту в певних сегментах офшорного ринку. Так, величина депозитів, деномінованих у юані, у 2010 р. дорівнювала 79 млрд, а на початок 2012 р. — 587 млрд. Станом на 2013 р. їх обсяг зріс майже до 700 млрд. Максимальним він був у 2011 р. і становив 10 % усіх депозитів Гонконгу. Обсяги операцій на ринку Дім-сам за декілька років після запуску перевищили 20 млрд юанів (понад 3 млрд дол. США) за інструментами терміном два—три роки, а на початок 2012 р. номінальна вартість усіх випущених облігацій у юанях на офшорному ринку сягнула 130 млрд, або 20 млрд дол. Обсяги запозичень через Панда-облігації становили 5 млрд юанів (750 млн дол.) [11, с. 34; 14, с. 10]. Отже, крім істотного зростання офшорних депозитів у китайській валюті, реального глобально значимого прогресу у фінансовій інтернаціоналізації юаня не простежується.

Певний успіх у збільшенні офшорних депозитів не варто пов'язувати з прогресом фінансової інтернаціоналізації. Він є результатом випереджальної торговельної інтернаціоналізації “renminbi”, завдяки котрій касові залишки можуть осідати тільки на депозитах у Гонконгу. Китайські компанії одержують дозвіл на запозичення в цьому адміністративному районі країни серед іншого для того, щоб відбулася хоча б якась алокація залишків за торговельними операціями з усього світу. Відносний офшорний баланс між активами й зобов'язаннями в юанях виконує також макроекономічну функцію. Залишки за торговельними операціями — нереалізований випуск і, відповідно, відкладений сукупний попит, компенсація чого забезпечується через доступ до запозичень, що його відновлюють. Важко визначити пряму макрофінансову ефективність такого способу впливу на сукупний попит, головне, що вона вмонтована в процес інтернаціоналізації. З огляду на збереження цієї тенденції, не виключено, що розрив між запасом юанів по глобальній банківській системі та можливостями їх фінансового використання призведе до створення євrorинку в китайській валюті, котрий обслуговуватиме потреби нерезидентів [16]. Навряд чи він матиме тісний зв'язок із кон'юктурою ринку всередині КНР, але, принаймні частково, інтернаціоналізувати юань за межами компетенції офіційних регуляторів країни він допоможе.

Уважніший погляд на інтернаціоналізацію дає змогу помітити, що Китай прагне не так розширити зону використання юаня, як забезпечити мережу його обігу без можливості еластичної рецикляції на внутрішньому ринку активів. На ринку Дім-сам не може бути розміщено більше облігацій, ніж усіх глобально акумульованих касових залишків за торговельними операціями. Якщо частина таких залишків осяде в резервах центробанків або зостанеться на рахунках фінансових установ, то обсяг запозичень ще звузиться, на що уряд країни відповість розширенням переліку компаній, котрі допускаються до цього ринку. У разі збереження кількісних обмежень на кредит

при реалізації монетарної політики оборот офшорного ринку в Гонконгу також відобразатиме те, наскільки інвестиційні потреби китайських компаній суперечитимуть інфляційним цілям НБК. Зазначене навряд чи безпосередньо стосується інтернаціоналізації. Швидше це спосіб експериментувати з пом'якшенням монетарної політики через створення нових можливостей для розвитку офшорного ринку. Не випадково Б. Коен заперечує відповідність стратегії інтернаціоналізації юаня її інструментам і тим більше фактичним досягненням у сфері лібералізації контролю потоків капіталу [11].

Прив'язка припливу капіталів у юанях до залишків за торговельними операціями через функціонування офшорного ринку та прямі обмеження на приплив капіталу в іноземній валюті на внутрішній ринок активів свідчить про те, що КНР вважає вразливість у конфлікті між підтриманням конкурентоспроможності та поведінкою вартості активів значно вищою, ніж інші країни. Таке упередження щодо короткострокового перегріву ринку й тиску на курс, що спричиняє його зростання, можна сприймати виключно як пересторогу стосовно довгострокових наслідків поступового посилення позицій, завдяки котрим Китай розраховує на самозапуск ринкового процесу інтернаціоналізації юаня.

Прагнення відтермінувати наближення відповідності критеріям резервної валюти в аспекті мобільності капіталів і фінансової лібералізації вказує на бажання забезпечити впродовж цього часу такий рівень фінансового розвитку, який нейтралізуватиме вплив рівноважного припливу капіталів на експансію ринку активів та імовірний перегрів фінансового сектору. Теоретично таку стратегію можна визнати раціональною: вона однозначно грає на користь односторонніх вигід КНР, від дій котрої, по суті, залежатиме швидкість утворення нової структури ринку резервних активів, на який юань вийшов би з гарантованими перевагами. До формування цих переваг кожне зростання частки глобальних резервів у юанях означатиме виключно погіршення їхньої якості в категоріях ліквідності, дохідності й, до певної міри, політичного суверенітету. Китай перебуватиме в рамках ролі квазікредитора останньої інстанції тому, що збільшення попиту на юань як резервну валюту означатиме розрив між обсягом резервів та їхньою якістю, котрий, даючись взнаки під час фінансового стресу, неодмінно викликатиме питання про форму доступу до ліквідності в юанях, що особливо небезпечно в ситуації ендегенного зростання валютних резервів в умовах подальшої еволюції фінансової глобалізації.

Погляд на резерви як імпліцитну гарантію стабільності спонукає до припливу капіталів, але питання про те, чи включає цей погляд моніторинг якості резервів, залишається відкритим, тобто по суті, спостерігається асиметрія інформації. Центробанк може приховувати від ринків справжню якість резервів, унаслідок чого підтримка курсу може припинитися за більшого їх фізичного обсягу. Для ринків загалом це поганий бенчмарк: якщо падінню курсу не вдалося запобігти за певної величини резервів, отже, потрібно їх примножити,

й так далі. Звідси, доки операції з активами в юанях не проводитимуться на ліквідному й глибокому ринку, а останній флуктуватиме в діапазоні, що межує з фінансовим стресом чи відвертою бульбашкою, резервні функції національної валюти не збільшать “чисте багатство” в глобальній економіці.

Зазначене безпосередньо стосується української економіки. Покладання на зростання резервів у китайській валюті було й залишається невиправданим із міркувань забезпечення їхньої якості, надто з огляду на макрофінансову дестабілізацію та особливу геополітичну вразливість нашої держави. На рівні міжнародної політики вкрай важливо започаткувати наднаціональний моніторинг якості процесів інтернаціоналізації, для того щоб спільнота центральних банків мала адекватну інформацію про можливості й ризики розміщення резервів у валютах, котрі активно інтернаціоналізуються.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Структурні зміни у глобальній економіці відкривають шлях до очікуваного зростання ролі Китаю в глобальних монетарних процесах. Хоча кількісні оцінки вказують на досить швидке входження юаня до трійки лідерів серед резервних валют, якісні індикатори засвідчують надмірну оптимістичність такого сценарію. Попри активну політику інтернаціоналізації юаня можна побачити специфічну модель реалізації такої політики, коли за торговельними каналами цей процес помітно випереджає той, що мав би відбуватися за фінансовими каналами. Поєднання обмежень на прямий допуск глобальних капіталів на внутрішній ринок активів зі створенням стимулів до закордонного використання юанів у торговельних та інвестиційних операціях дає підстави для однозначного висновку, що глобальна спільнота значно більше недооцінює ризик одночасного перегріву фінансового ринку КНР і погіршення конкурентоспроможності, ніж сам Китай. Політику асиметричної інтернаціоналізації, коли вона заохочується за торговельними каналами, проте обмежується за фінансовими, можна вважати стратегічною орієнтацією на трансформацію юаня в гібридну резервну валюту. Завдяки цьому КНР отримує односторонні вигоди у вигляді зниження вразливості до глобального припливу капіталів та виграє час для внутрішнього фінансового розвитку. Утім, паралельно знизиться ліквідність глобальних валютних резервів, що аж ніяк не є виграшем для світової економіки. З метою підвищення глобальної монетарної стабільності процес інтернаціоналізації валют країн на кшталт Китаю потребує запровадження спеціального наднаціонального нагляду.

### Список використаних джерел

1. *Subramanian A.* Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition // Institute for International Economics Working Paper. — 2011. — No 11—14. — P. 1—33.
2. *Jong-Wha L.* Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency? / L. Jong-Wha // Asian Development Bank. — 2010. — June. — P. 1—33.



3. *Huang Y.* Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications / Y. Huang, D. Wang, G. Fan // Asian Development Bank Institute Working Paper. — 2014. — No 482. — P. 1–30.
4. Financial Deepening and International Monetary Stability // IMF Staff Discussion Note. — 2011. — SDN/11/16. — P. 1–21.
5. Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between Risks and Rewards // IMF Staff Discussion Note. — 2011. — SDN/11/17. — P. 1–25.
6. Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific // BIS Papers. — 2011. — No 61. — P. 1–236.
7. *Prasad E.* The Renminbi's Role in the Global Monetary System / E. Prasad, L. Ye ; Brookings Institution. — Washington, D. C., 2012. — P. 1–32.
8. *Vallee Sh.* The Internationalization Path of the Renminbi / Sh. Vallee // Bruegel Working Paper. — 2012. — No 5. — P. 1–40.
9. *Dailami M.* Prospects for a Multipolar International Monetary System / M. Dailami, P. Masson // Danish Institute for International Studies Report. — 2011. — No 13. — P. 1–64.
10. *Huang Y.* Does Internationalizing the RMB Make Sense for China? / Y. Huang, C. Lynch // Cato Journal. — 2013. — Vol. 33. — No 3. — P. 571–585.
11. *Cohen B.* The Yuan Tomorrow? Evaluating China's Currency Internationalization Strategy / B. Cohen // New Political Economy. — 2012. — No 17 (3). — P. 361–371.
12. *Cohen B.* Will History Repeat Itself? Lessons for the Yuan / B. Cohen // Asian Development Bank Institute Working Paper. — 2014. — No 453. — P. 1–26.
13. *Yu Y.* Revisiting the Internationalization of the Yuan / Y. Yu // Asian Development Bank Institute Working Paper. — 2012. — No 366. — P. 1–26.
14. *Campanella M.* The Internationalization of the Renminbi and the Rise of a Multipolar Currency System / M. Campanella // European Center for International Political Economy Working Paper. — 2014. — No 1. — P. 1–17.
15. *McCauley R.* Renminbi Internationalization and China's Financial Development / R. McCauley // BIS Quarterly Review. — 2011. — Dec. — P. 41–56.
16. *He D.* Eurodollar Banking and Currency Internationalization / D. He, R. McCauley // BIS Quarterly Review. — 2012. — June. — P. 33–46.