

Посередине

Юань укрепляет свои позиции, но не будет играть главенствующую роль



Эсвар Прасад

В НОЯБРЕ 2015 года МВФ выступил с заявлением, имеющим символическое значение в истории международных финансов. Фонд решил принять китайский юань в элитный клуб мировых резервных валют. Юаню предстояло войти в отборную корзину валют (которая уже включала американский доллар, евро, японскую иену и британский фунт стерлингов), образующих искусственную валютную единицу МВФ, — специальные права заимствования (СДР). Казалось, что юань готов покорить мир и преобразовать глобальные финансы.

С тех пор многое изменилось. Юань ослаб по отношению к доллару, а Китай столкнулся с масштабным оттоком капитала, который отчасти отражает утрату уверенности в этой экономике и ее валюте. Включение юаня в корзину СДР с октября 2016 года не смогло остановить этот процесс снижения уровня уверенности.

Изначальный ажиотаж вокруг прогнозов неизбежного взлета юаня и даже его возможной конкуренции с долларом оказался необоснованным. Однако очевидно, что то же самое можно ска-

зать и об апокалиптических сценариях, которые теперь предвещают падение курса и значимости юаня на фоне бурного оттока финансового капитала из Китая. Истина, скорее всего, и учитывают институциональный опыт и данные других организаций, где-то между этими двумя крайностями.

В долгосрочной перспективе значение повышения роли юаня для мировой финансовой системы в значительной степени зависит от того, как сама экономика Китая изменится в процессе увеличения роли его валюты. Активно продвигая свою валюту, Китай мог на самом деле преследовать скрытую цель преобразования отечественной экономики.

Размер имеет значение, но не для всех

На сегодняшний день экономика Китая занимает второе по величине место в мире (на основе рыночных валютных курсов). В 2016 году ВВП страны в годовом выражении равнялся 11 трлн долларов, что составило 15 процентов мирового ВВП — более высокий результат показали только США, объем ВВП которых в годовом выражении исчислялся 19 трлн долларов. Кроме

того, Китай является важным участником международной торговли: на его долю приходится 13 процентов мировой торговли товарами. По другим показателям влияние Китая на мировую экономику еще больше. Стране принадлежит порядка 30 процентов мировых валютных резервов, а после финансового кризиса на ее долю приходится треть прироста мирового ВВП.

Несмотря на экономическую мощь Китая, престиж его национальной валюты, юаня, на международной арене не соответствует статусу его экономики. Среди валют шести крупнейших экономик мира юань только сейчас начинает оказывать влияние на мировую экономику. Все остальные валюты — доллар, евро (используемый Германией и Францией — двумя из шести стран с крупнейшей экономикой), иена и британский фунт — занимают в той или иной степени прочное положение в мировой финансовой системе.

Уникальный порядок действий

За последние годы правительство Китая предприняло ряд шагов по продвижению юаня в эту группу престижных валют, расширяя его международное использование. Однако внедрение юаня на глобальных рынках тормозится видимым нежеланием китайского правительства принять рыночный механизм формирования курса и открыть счет операций с капиталом, что создало бы возможность для свободного трансграничного движения капитала. Это может указывать на его консервативность в предоставлении рыночным силам большей свободы, а также на осторожность, продиктованную рисками быстрой либерализации экономики.

Таким образом, Китай избрал особый порядок действий по продвижению юаня, пытаясь лишь понемногу ослаблять ограничения на движение капитала и динамику валютного курса. Учитывая размеры Китая и рост его доли в мировом ВВП и международной торговле, действия правительства быстро дали ощутимые результаты.

В середине 2000-х годов власти начали постепенно снимать ограничения на приток и отток капитала, не ослабляя при этом контроля. Этот процесс продолжился даже после мирового финансового кризиса. Например, правительство создало ряд систем, позволяющих иностранцам инвестировать в фондовый и облигационный рынок Китая. В то же время китайским гражданам, предприятиям и учреждениям сейчас доступно множество каналов для размещения части своих инвестиций на зарубежных рынках. Однако правительство по-прежнему держит все эти каналы под жестким контролем.

Китай содействует обеспечению доступности своей валюты за пределами страны, в том числе за счет создания 15 оффшорных трейдинговых центров для проведения операций между юанем и другими валютами. Правительство также создало Трансграничную международную платежную систему для проведения коммерческих операций между отечественными и зарубежными компаниями с использованием юаня вместо более популярных валют, таких как доллар и евро.

Эти меры привели к дальнейшей интернационализации юаня, а также расширению его использования для выражения стоимости и проведения расчетов в трансграничной торговле и финансовых операциях, то есть в качестве международного платежного средства. Ко второй половине 2014 года около трети международных торговых операций Китая исчислялось и проводилось в юанях. Кроме того, на долю юаня приходилось порядка 2 процентов мировых трансграничных платежей, что вывело юань в число шести ведущих платежных валют мира, хотя эта доля является низкой.

Однако затем продвижение валюты застопорилось, поскольку рост китайской экономики замедлился, на фондовом рынке прошел цикл резких взлетов и падений, и возникли опасения по поводу увеличения долга и финансовой нестабильности.

В течение прошлого года повышение роли юаня как международного платежного средства сменилось обратным процессом. Все количественные показатели его использования в международных финансах указывают на признаки резкого сокращения, а либерализация движения капитала полностью прекратилась.

Тем не менее, важно правильно оценивать как взлеты, так и падения. Несмотря на ограничения на движение капитала в Китай и из него, роль юаня в международной финансовой системе увеличилась за относительно короткий период, хотя она все еще остается скромной. Первоначальная траектория развития юаня в этом направлении была впечатляющей, но этот процесс только начинается, и его успехи не стоит преувеличивать. Несомненно, этот путь будет изобилует ухабами и изменениями маршрута.

Резервная валюта

О важной роли любой валюты в международных финансах говорит и наличие у нее статуса резервной валюты — валюты, которую зарубежные центральные банки держат для защиты от кризисов платежного баланса. Этот статус часто воспринимается как палка о двух концах: заимствования у иностранных инвесторов обходятся стране-эмитенту резервной валюты дешевле за счет выпуска долговых обязательств в собственной национальной валюте, однако высокий спрос может порой затруднять управление валютным курсом. Так, в 1980-е и 1990-е годы Германия и Япония старались избежать присвоения такого статуса их национальным валютам, поскольку не хотели, чтобы рост спроса и последующее укрепление их валют оказали негативное влияние на экспортные сектора их экономики.

Учитывая, что у Китая нет ни гибкого валютного курса, ни открытого счета операций с капиталом — некогда обязательных условий для статуса резервной валюты — такие разговоры в любом случае могут быть преждевременными. Несмотря на то что МВФ фактически сделал юань резервной валютой, мнение участников финансового рынка гораздо важнее для утверждения этого статуса. В конце концов иностранные инвесторы должны иметь возможность приобретать финансовые инструменты, выраженные в этой валюте, и легко осуществлять операции с ними, не сталкиваясь с серьезными ограничениями на трансграничные финансовые потоки. Кроме того, необходимо, чтобы они были в достаточной степени уверены в том, что курс данной валюты не контролируется правительством, для которого рыночные силы мало что значат. Похоже, что здесь, как и в других экономических вопросах, Китай ломает традиционные представления.

Примечательно, что де-факто юань уже стал резервной валютой, несмотря на то что Китай не удовлетворяет ряду некогда принципиальных критериев. По-видимому, размер китайской экономики, а также его прочные торговые и финансовые связи с другими странами мира перевешивают имеющиеся ограничения.

Многие центральные банки мира постепенно включают в свои валютные резервы хотя бы небольшую долю активов, выраженных в юанях. В этот список входят такие разные в географическом и экономическом отношении страны, как Австралия, Австрия, Малайзия, Нигерия, Чили, Южная Африка, Южная Корея и Япония. По оценкам МВФ, примерно 2 процента мировых валютных резервов сейчас представлены финансовыми активами, выраженными в юанях. Примерно 35 центральных банков по всему миру подписали двусторонние соглашения о свопах в национальной валюте с Народным банком Китая. Данные соглашения предоставляют им доступ к ликвидности в юанях, которую они могут использовать для защиты своих валют или поддержания импорта на стабильном уровне даже в случае прекращения притока иностранного капитала.

Несмотря на получение юанем статуса резервной валюты, отсутствие развитых финансовых рынков вполне может поме-

шать его развитию в данном направлении. Иностранные официальные инвесторы, такие как центральные банки и фонды национального благосостояния, обычно стремятся вкладывать средства в высоколиквидные и относительно надежные долговые ценные бумаги с фиксированной доходностью, даже несмотря на их относительно низкую рентабельность. Китайские рынки государственных и корпоративных долговых ценных бумаг достаточно большие, но отличаются ограниченным объемом операций и слабыми нормативно-правовыми основами.

Таким образом, развитие национальных финансовых рынков необходимо как для собственного экономического развития Китая, так и для увеличения международной роли его валюты.

Троянский конь

Кроме того, можно привести более общие доводы в пользу того, что Китай пытается использовать рост статуса своей валюты как орудие в борьбе с противниками внутренних реформ. Многие реформы, необходимые для укрепления международной роли китайской валюты, в конечном итоге пойдут Китаю на пользу независимо от того, что случится с его валютой. Например, более гибкий обменный курс позволит проводить более независимую денежно-кредитную политику, направленную на достижение внутривалютных целей, без необходимости поддерживать определенный обменный курс. Аналогичным образом, финансовая система, характеризующаяся большей открытостью и более эффективным управлением, может успешнее распределять огромные внутренние сбережения на продуктивные инвестиции, которые обеспечат более стабильный объем производства и рост занятости.

Однако многие из этих реформ обычно встречают жесткое сопротивление со стороны влиятельных групп, несущих потери при любых изменениях существующей системы. Например, китайские экспортеры долгое время сопротивлялись тому, чтобы обменный курс определялся рыночными условиями, опасаясь, что это приведет к укреплению валюты и снизит конкурентоспособность их товаров на зарубежных рынках. Крупные государственные банки выступали против введения конкурентных ставок по депозитам (вместо устанавливаемых правительством), которые позволили бы мелким банкам конкурировать с ними за депозиты физических и юридических лиц за счет более выгодных ставок. Некоторые государственные должностные лица также сопротивлялись отдельным экономическим реформам, которые в краткосрочной перспективе могли повлечь за собой риски, предпочитая стабильность и контроль волатильности, присущей рыночным силам. Представляя эти преобразования как неотъемлемую составляющую укрепления статуса национальной валюты, сторонники реформ фактически прибегают к стратегии троянского коня для продвижения мер либерализации экономики, которые в противном случае застопорились бы.

Разрыв между резервной и безопасной валютой

Мировой финансовый кризис положил начало новой концепции в международных финансах — валюте «безопасной гавани». Такая валюта не просто резервная — к ней инвесторы обращаются в периоды глобальных потрясений в поисках безопасного убежища, а не просто ради диверсификации активов или повышенной доходности.

Китай, возможно, наращивает свой экономический вес, но вопрос о его способности когда-либо обрести доверие иностранных инвесторов все еще остается открытым. Однако чтобы валюта считалась безопасной, это доверие имеет ключевое значение.

У государства, которое стремится обеспечить своей валюте такой статус, должна быть прочная институциональная структура, в том числе независимая судебная система, открытое

демократическое правительство и крепкие государственные институты (особенно пользующийся доверием центральный банк). Эти элементы традиционно считаются неотъемлемыми составляющими для завоевания доверия иностранных инвесторов, как частных, так и официальных, в том числе центральных банков и фондов национального благосостояния.

Как правило, иностранные инвесторы хотят быть уверены в том, что их ждет справедливый подход, основанный на устойчивых нормах права, а не прихотях государственных органов. Кроме того, они обычно высоко ценят независимость таких учреждений, как центральный банк, от вмешательства государства, — важный элемент поддержания доверия к валюте и ее стоимости.

Пусть медленно и непоследовательно, но руководство Китая все же проводит политику финансовой либерализации и ограниченные реформы, направленные на развитие рыночной эко-



Признание юаня изменит международные финансы.

номики. Однако власти определенно отказались от политических, правовых и институциональных реформ. Китайское правительство, скорее, ограничило свободу выражения мнений, верховенство права и независимость ключевых институтов от вмешательства государства. Иными словами, несмотря на потенциал юаня стать значимой резервной валютой, без далеко идущих реформ институциональной и политической структуры Китаю не суждено обрести статуса «безопасной гавани». А о таких реформах речи явно не идет. Поэтому представление о том, что однажды юань составит конкуренцию американскому доллару в борьбе за звание мировой резервной валюты, далеко от реальности.

Грядущие риски

Путь юаня к мировому признанию во многом зависит от растущего экономического и политического влияния Китая. Серьезное замедление роста или, еще хуже, крах финансовой системы может изменить эту траекторию и перечеркнуть успех юаня. Более того, при неумелой реализации некоторые меры, направленные на повышение международного статуса юаня (в том числе открытие счета операций с капиталом и повышение влияния рыночных сил на формирование курса), могут сами по себе подвергнуть ряду рисков экономическую и финансовую стабильность Китая.

Стратегия троянского коня косвенно способствовала проведению хотя бы ограниченного набора реформ финансового сектора и либерализации счета операций с капиталом. Например, в 2015 году, чтобы соблюсти условия и сроки, выдвинутые МВФ для рассмотрения юаня на предмет включения в корзину СДР, Китаю пришлось провести либерализацию процентных ставок по банковским депозитам, снять некоторые ограничения на движение капитала и допустить возможность сокращения интервенций на валютных рынках.

Однако эти изменения не сопровождались реформами реального сектора экономики. Вопросы о государственных предприятиях и столь необходимых усовершенствованиях корпоративного управления, а также о необходимости в срочном порядке избавиться от пагубных стимулов для банкиров к кредитованию государственных компаний еще далеки от решения. Кредиты государственным компаниям, многие из которых

нерентабельны и неэффективны, но все равно осуществляют крупные инвестиции, по-прежнему пользуются неявной гарантией государства, а также имеют влиятельных покровителей.

Таким образом, бессистемные и несбалансированные реформы усложняют положение Китая. Ограниченные преобразования финансового рынка и открытие счета операций с капиталом не сопровождаются изменениями в других областях, и вместо того, чтобы приносить плоды в виде успешно работающих рынков, провоцируют рост волатильности.

За последние пару лет неуверенность относительно перспектив роста экономики и опасения по поводу высокой волатильности на внутренних фондовых рынках подстегнули резкое увеличение оттока капитала. Это оказало понижающее давление на валюту и, в сочетании с продолжающимися попытками центрального банка регулировать курс юаня к американскому доллару, привело к сокращению валютных резервов почти на 1 трлн долларов (по сравнению с пиковым значением почти 4 трлн в июне 2014 года). Таким образом, очевидно, что состояние китайской экономики и статус юаня тесно взаимосвязаны.

Завершающая фаза

Несмотря на всю нестабильность этого процесса, юань движется к тому, чтобы стать значимой международной валютой, пусть этот процесс займет не один год и вряд ли будет линейным. Если Китай умело использует свои возможности, то при условии проведения необходимых преобразований финансового сектора и других реформ, направленных на развитие рынка, юань однажды может стать важной резервной валютой, и со временем его доля в мировых валютных резервах может достичь до 10 процентов. (Для сравнения, на долю доллара и евро

сейчас приходится, соответственно, 64 процента и 21 процент мировых валютных резервов.)

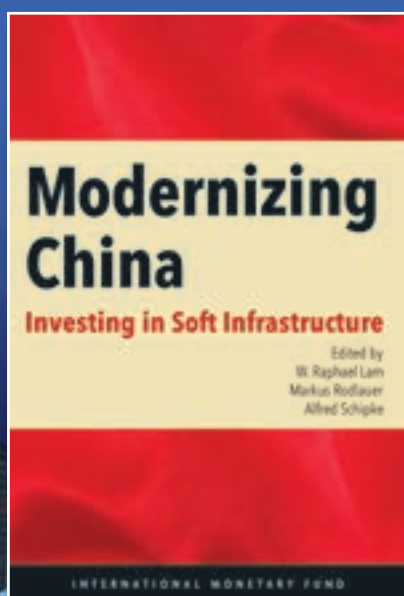
Несмотря на то что юань продемонстрировал замечательный прогресс за относительно короткий период, это вовсе не гарантирует того, что траектория его развития останется столь же впечатляющей, что и в последние несколько лет. Если правительство Китая не проведет широкий спектр экономических преобразований и реформ финансовой системы, юань, возможно, не реализует свой потенциал в полном объеме.

Однако для того, чтобы юань стал безопасной валютой, Китаю придется инициировать еще более радикальные преобразования своей институциональной структуры, которые в конечном итоге изменят политические, правовые и общественные институты. Однако о таких изменениях речи пока не идет.

Тем не менее, международное признание юаня во многом изменит международные финансы и даже сам Китай. В ближайшие несколько лет растущая значимость юаня в международных финансах вполне может ускорить проведение внутренних реформ, а также, вероятно, будет способствовать укреплению стабильности международной финансовой системы.

Юань продолжит укреплять свои позиции в глобальной финансовой системе, но не стоит ожидать от него главенствующей роли. ■

Эсвар Прасад — преподаватель Школы Дэйсона Корнельского университета и старший научный сотрудник Брукингского института. Настоящая статья основана на его новой книге Gaining Currency: The Rise of the Renminbi.



Меры политики в поддержку эффективно функционирующих рынков и хозяйственного управления, или «нормативной инфраструктуры», играют большую роль в экономических преобразованиях в Китае. В этой книге рассматриваются изменения, происходящие в экономике страны, и предлагаются пути дальнейшего укрепления экономической политики.

«...обязательное чтение для понимания трудных задач, с которыми сталкивается Китай...»

— Дейвид Доллар, старший научный сотрудник Брукингского института

\$38. English. ©2017. 288 стр. В мягком переплете.
ISBN 978-1-51353-994-2. Stock #MCISIEA

Заказывайте по адресу: bookstore.imf.org/fd317

М Е Ж Д У Н А Р О Д Н Ы Й В А Л Ю Т Н Ы Й Ф О Н Д