

ЮАНИЗАЦИЯ КИТАЙСКИХ АКТИВОВ ЗА РУБЕЖОМ

М.В. ЖАРИКОВ

Кандидат экономических наук
Московский институт иностранных языков

Ключевые слова: интернационализация юаня, обменный курс юаня, специальные права заимствования (SDR), японский опыт интернационализации иены, двусторонние свопы

Сравнительно недавно вошедшее в обиход экспертов - экономистов и политиков - слово «юанизация» в контексте данной статьи означает совокупность стратегий Китая по переводу - полностью или частично - зарубежных активов этого государства в национальную денежную валюту страны - юань, если изначально они были выражены в других валютах, например, в американских долларах. До определенной степени термин «юанизация» можно считать тождественным другому - «интернационализация юаня», значение которого также будет раскрыто в этой статье.

Последний мировой финансовый кризис в очередной раз подтвердил огромное значение американских долларов в системе международных финансов и выявил проблему их нехватки¹. Эту нехватку в значительной мере спровоцировали европейские банки, которые до кризиса финансировали огромные суммы долларовых активов под заем средств других банков, а также денежного рынка США и центральных банков различных стран². Американские власти ответили на дефицит долларов заключением очень больших долларовых *свопов* (контрактов между двумя сторонами, по которым они обмениваются необходимой им валютой в оговоренном количестве и в определенных временных рамках) с центральными банками других стран, а с крупнейшими из них - вообще в неограниченных объемах.

На фоне такой ситуации китайское правительство предприняло ряд инициатив, свидетельствующих о переходе к более активной стратегии интернационализации юаня. Такая интернационализация (в принципе она может осуществляться по отношению к любой валюте - не только к юаню) означает активное использование данной национальной денежной единицы в международных расчетах с другими странами, включая опосредование экспорта

и импорта при трансграничном движении капитала, а также при выпуске на глобальные рынки ценных бумаг, деноминированных именно в этой валюте*.

Дополнительное необходимое условие интернационализации валюты - ее полная конвертация, т.е. свободная и ничем не ограниченная купля-продажа этой валюты резидентами и нерезидентами страны-эмитента, иначе говоря, - страны, использующей данную валюту.

По утверждению многих экономистов, такая стратегия вытекает из сомнений экспертов и властных структур (в данном случае - Китая) насчет способности доллара США и впредь выполнять функцию накопления/сбережения в мировой валютной системе, т.е. быть мировой резервной валютой. Однако в этой связи следует отметить особую природу платежного баланса КНР во взаимоотношениях с другими странами. Он характеризуется растущей зависимостью от международной валюты. Эта зависимость - результат сочетания

открытости китайских рынков по отношению к зарубежным инвестициям, профицита текущего торгового баланса и недостаточной степени интернационализации юаня.

ЯПОНСКИЙ ОПЫТ ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИИ ВАЛЮТЫ

Как и большинство индустриально развитых стран, КНР занимает *короткую* валютную позицию по собственной национальной валюте и *длинную* - по другим валютам. В этом отношении китайская экономика более открыта, чем японская, что демонстрируется следующими цифрами: доля нерезидентов в китайских активах (включая прямые иностранные и портфельные инвестиции) составляет 24% ВВП страны, в то время как этот же показатель в Японии равен 17%³.

КНР, как и Япония, имеет второй по интенсивности прироста источник чистой длинной валютной позиции, а именно: последовательный ряд сложения величин профицитов текущего торгового баланса. С течением времени эти потоки накапливаются в виде общего показателя, известного под названием чистой международной инвестиционной позиции (ЧМИП). Чистая международная позиция Китая по активам практически соответствует аналогичному показателю для Японии, т.е. находится на уровне 40-50% ВВП⁴.

Хотя чистые международные активы КНР составляют меньшую долю его ВВП по сравнению с Японией, его совокупная *длинная* позиция по иностранной валюте находится практически на том же уровне, что и позиция Японии. Это результат большей доли в ВВП Китая зарубеж-

* Термин «деноминация» и другие образующие от него однокоренные слова в данной статье употребляются в качестве указания на то, в какой валюте выражены конкретный актив или ценная бумага. Это означает, например, что облигация, деноминированная в юанях, имеет также национальную стоимость, выраженную в китайской денежной единице, и только в ней.

ных активов и недостаточной интернационализации юаня. Поэтому стратегия реденоминации в юани денежных требований* КНР к другим странам могла бы способствовать нормализации платежного баланса этого государства.

Ограниченная роль иены в качестве международной валюты может рассматриваться как аналогия для разработки стратегии интернационализации юаня. Так, в счете учета операций с активами платежного баланса Японии отражены долговые ценные бумаги, эмитированные фирмами, правительствами и банками в остальном мире, которые в совокупности эквивалентны 35% ВВП этой страны, что почти в 2 раза превышает ее официальные резервы. В соответствии с отчетом Банка Японии, почти 1/3 этих долговых ценных бумаг, или 11,6% ВВП страны, деноминирована в иенах. Взяв за основу опыт Японии в интернационализации иены, треть всех ценных бумаг Китая можно также деноминировать в юанях.

Такая стратегия может быть более реалистичной среднесрочной целью в отличие от попыток приблизиться к более высокому показателю, - например, в США около 90% всех иностранных долговых ценных бумаг выражены в американских долларах⁵. Воспользовавшись этим, китайские пенсионные фонды и страховые компании могли бы в значительной степени диверсифицировать кредитный риск, связанный с их деятельностью в КНР. Это можно сделать с помощью покупки ценных бумаг, эмитированных не китайскими фирмами и правительствами, таким образом, не принимая на себя валютный риск, возникающий при приобретении исключительно ценных бумаг, деноминированных в юанях.

Поясним, что диверсификация кредитного риска означает

распределение на участников кредитного контракта или соглашения негативного эффекта от наступления страхового случая при невозможности одной из сторон выполнить обязательства по обслуживанию своего долга. Диверсификация кредитного риска для КНР означает, что ей следует давать средства в долг не только преимущественно одной стране - Соединенным Штатам, но многим странам. Тогда неспособность США отвечать по своим обязательствам перед Китаем не приведет к ситуации полного невозврата ему из-за рубежа выданных им финансовых ресурсов.

В дополнение к приобретению частным сектором облигаций, выпускаемых нерезидентами в национальной валюте, КНР могла бы сократить совокупный валютный риск посредством деноминации большего объема своих денежных требований к остальному миру в юанях. Так поступает, в частности, Японский банк международного сотрудничества, который охотно выдает кредиты правительствам и компаниям всего мира. Если перевести общую сумму этих кредитов (по состоянию на начало 2013 г.) из иен в доллары, они составят \$119 млрд, а кредиты в иностранной валюте при аналогичном переводе в доллары - \$41 млрд. На кредиты в иенах приходится 2,7% ВВП Японии. Это означает, что по мере расширения КНР своих льготных кредитных линий в Азии, Африке и Латинской Америке, для нее было бы разумным реденоминировать свои официальные денежные требования в юани.

Что касается распределения валютного риска Китая на остальные страны мира (если опять взять в качестве ориентира для сравнения японский опыт), можно увидеть, что, например, в 2002 г. 36,7% японского экспорта деноминировались в иенах. Соответствующий показатель для КНР будет больше. Однако следует отметить, что импорт в Китай тоже можно было бы деноминировать в юанях. Японский опыт подтверждает, что некоторая доля импорта (например, в 2002 г. - 25% японского импорта)

может быть деноминирована в национальной валюте⁶.

При условии, если КНР накопит значительный объем чистых денежных требований к странам остального мира, будет иметь место намного большая асимметрия между рассматриваемыми показателями, чем в «японском случае». Это означает, что реденоминация торговых сделок в юани будет соответствующим образом отражаться в росте числа корпоративных и правительственных долговых ценных бумаг, деноминированных в юанях, т.е. косвенное влияние может быть весьма существенным.

СТРАТЕГИЯ ЮАНИЗАЦИИ КИТАЙСКИХ ЗАРУБЕЖНЫХ АКТИВОВ

Использование юаня для деноминации облигаций, правительственных кредитов и торговых сделок может привести к тому, что юань рано или поздно приобретет статус твердой валюты на международном валютном рынке. Международная торговля в этом отношении представляет собой благоприятную сферу для расширения влияния юаня в финансово-экономическом мире. В период с 2004 по 2007 гг. ежедневная торговля юанями расширилась так, что она смогла обойти по объему китайский экспорт и импорт.

Для сравнения: торговля неинтернационализированной индийской рупией или частично интернационализированным южнокорейским воном в 10 раз превышает сумму внешней торговли, соответственно, Индии и Южной Кореи. При этом объем торговли полностью интернационализированными валютами может даже в 100 раз превышать величину «материального» экспорта и импорта. Исходя из этого, у юаня имеются огромные возможности для расширения использования в международных сделках.

Стратегия замены долларовых денежных требований к остальному миру на юаневые окажет влияние и на евро. А именно: альтернативная стратегия реденоминации денежных требований Китая к остальному миру означала

* Реденоминация в юани активов, находящихся за рубежом, или денежных требований к другим странам означает перевод номинальной стоимости данных активов (изначально выраженной, например, в долларах) в китайскую денежную единицу - юань - по конкретному текущему обменному курсу.

бы диверсификацию имеющихся активов в других основных валютах, помимо доллара. Если деноминированные в долларах облигации заменить на долговые бумаги, выраженные в евро, тогда будет стремительно расти курс евро по отношению к доллару⁷. И только если бы деноминированные в долларах и евро облигации были абсолютными субститутами в портфелях инвесторов, такая диверсификация со стороны КНР не имела бы никакого воздействия ни на курс доллара, ни на курс евро⁸, что аналогично ситуации стерилизованной интервенции, когда вмешательство центрального банка на межбанковский рынок не приводит к существенному изменению денежной массы и долговых процентных ставок.

Эти две стратегии - юанизации иностранных активов и диверсификации портфеля активов в пользу евро - можно реализовывать одновременно. Так, Народный банк Китая недавно принял решение приобрести активы у МВФ, деноминированные в специальных правах заимствования (*SDR*), в размере 32 млрд этой международной валюты.

Если КНР, в конечном счете, представит в МВФ доллары в обмен на *SDR*, это будет означать диверсификацию портфеля активов посредством уменьшения в них доли долларов и увеличения доли евро, а также - в меньшей степени - в виде иен и фунтов стерлингов, поскольку эти валюты вместе с долларом образуют корзину *SDR*.

Такая диверсификация в пользу евро наиболее вероятна, хотя участники рыночной торговли сосредоточились на инвестировании в средства платежа, а именно - в юани, что обусловлено соглашением Китая и МВФ⁹. Некоторые экономисты видят в этом признак интернационализации юаня, хотя это и не обязательно.

В этой связи уместно привести следующий пример, который может объяснить, почему использование юаня в такой сделке не будет иметь долгосрочный характер. Когда МВФ выдает кредит Органу по кредитно-денежному

управлению Саудовской Аравии (*SAMA - Saudi Arabian Monetary Agency*), последний может получить кредит в риалах. Даже если риал передается стране, заимствующей у МВФ, последний должен будет принять от *SAMA* в обмен на риал одну из ведущих резервных валют, например, доллар.

Учитывая эту особенность, в долгосрочном периоде может последовать более продолжительное сотрудничество, если бы юань стал одной из валют в корзине *SDR*. Однако в настоящее время соглашение между МВФ и Народным банком КНР следует понимать в большей степени как диверсификацию в сторону ведущих мировых валют, чем использование юаня для деноминации денежных требований Китая к остальным странам.

В конечном счете, влияние юаня на международный валютный рынок будет зависеть от характера поведения заемщика МВФ. Если последний получил от МВФ кредит, деноминированный в *SDR* в долларовом эквиваленте, с учетом увеличения суммы резервов, но при этом пытался свести баланс со своей задолженностью, выраженной в *SDR*, тогда он должен был бы продать определенную величину долларов за евро, иены и фунты стерлингов.

При этих допущениях воздействие юаня на международный валютный рынок будет таким же по охвату, как если бы КНР первоначально диверсифицировала свой портфель активов в *SDR* с уменьшением в нем доли долларов. Также следует отметить, что при обмене долларовых облигаций на облигации МВФ Китая пришлось бы диверсифицировать свой портфель активов как в виде драгоценных металлов, так и в резервной валюте.

Если бы стратегия реденоминации международных денежных требований КНР в юани реализовывалась с целью обеспечения юаню роли в международной финансовой системе, сопоставимой с весом Китая в мире в качестве одной из крупнейших торговых и промышленных стран, такая ситуация имела бы последствия и для *SDR*, эмитируемых МВФ.

Последний пятилетний отчет о стоимости *SDR* установил два критерия для включения конкретной валюты в корзину *SDR*. Согласно первому - валюта может быть включена в корзину *SDR*, если масштаб экспорта товаров и услуг ставит ее в ряд четырех основных мировых валют. По второму критерию - если данная валюта находится в свободном обращении, то она де-факто широко используется и активно участвует в купле-продаже на международном валютном рынке.

Первый критерий означает для юаня возможность включения в корзину *SDR* уже сейчас, хотя в официальных резервах доля юаня близка к нулю. По второму критерию перспектива участия юаня в корзине *SDR* имеет отдаленное будущее. В этом отношении существует как аспект широкого использования валюты, который можно стимулировать на основании двусторонних соглашений с торговыми партнерами, так и имеет место рыночный критерий, касающийся торговли юанем на международном валютном рынке.

Рассмотрев условия этих двух критериев, сложно представить себе, чтобы юань был включен в корзину *SDR* ко времени следующего пересмотра стоимости этой валюты в 2015 г. или даже в 2020 г.

ГОНКОНГ - «ОКНО» КИТАЯ В ПРОЦЕСС ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

Для современной мировой экономической системы характерен процесс финансовой глобализации, суть которого в сращивании и взаимопроникновении национальных и региональных валютно-финансовых и кредитных систем. Это приводит к формированию единого глобального финансового рынка и пространства. Что, в частности, проявляется в очевидном отходе правительства КНР от своей предыдущей жесткой позиции относительно интернационализации юаня.

Пекин предпринял ряд шагов, направленных на увеличение использования юаня в международ-

Таблица 1¹¹

**Двусторонние соглашения по валютным свопам
с Народным банком Китая в 2008-2009 гг.**

Партнер по сделке	Дата соглашения	Размер линий по свопам
Банк Республики Корея	12.12.2008 г.	180 млрд юаней и 38 трлн южнокорейских вон
Орган кредитно-денежного управления Гонконга	20.01.2009 г.	200 млрд юаней и 227 млрд гонконгских долларов
Банк Малайзии	8.02.2009 г.	80 млрд юаней и 40 млрд малайзийских ринггитов
Национальный банк Республики Беларусь	11.03.2009 г.	20 млрд юаней и 8 трлн белорусских рублей
Банк Индонезии	23.03.2009 г.	100 млрд юаней и 175 трлн индонезийских рупий
Центральный банк Аргентины	2.04.2009 г.	70 млрд юаней и аргентинских песо

Примечание: все шесть свопов имеют срок исполнения 3 года и могут пролонгироваться по обоюдному соглашению сторон. Соглашения своп с Банком Республики Корея и Центральным Банком Аргентины все еще находятся на стадии разработки, окончательные соглашения по ним еще не подписаны.

ных сделках. Прежде всего, Народный банк Китая подписал в 2008-2009 гг. двусторонние *соглашения своп*, выраженные в юанях, с центральными банками 6 стран (18 на конец 2012 - из нашей статьи) на общую сумму 650 млрд юаней (\$95 млрд) (на конец 2012 г. - 2,01 трлн юаней (\$320,3 млрд). - см.: *Биндер А.И., Кононов А.Ю.* Международная валютная конкуренция // принято к публикации в «Азии и Африке сегодня», 2013, № 12). Данные соглашения допускают обмен юаней и местной валюты партнера по сделке на период от трех лет (см. *табл. 1*).

Такие соглашения своп можно рассматривать в качестве потенциальной основы второй инициативы, касающейся опосредования юанем внешней торговли КНР. В апреле 2009 г. Государственный совет Китая одобрил пилотную схему трансграничного опосредования юанем торговых сделок, которая первоначально распространилась на Шанхай и еще четыре китайских города в провинции Гуандун, а затем и на Гонконг.

В декабре 2010 г. Центральный банк учредил экспериментальный пункт для международных расчетов в юанях в Синьцзя-

не, продвигая использование юаня в Центральной и Западной Азии. В начале 2012 г. эксперимент был распространен на всю территорию страны (см.: *Биндер А.И., Кононов А.Ю.* ...).

КНР ведет также переговоры с Бразилией и Малайзией относительно возможности использования национальных валют при урегулировании двусторонней торговли при подкреплении соглашениями своп.

В соответствии с некоторыми подсчетами, 20-30% годового внешнеторгового оборота Китая может осуществляться в юанях при условии большей либерализации сделок по счету текущих операций с капиталом¹⁰. Как отмечалось выше, такой эксперимент приведет к более широкому использованию юаня для деноминации денежных претензий КНР к другим странам и долговых обязательств по отношению к Китаю.

Третья инициатива касается сферы государственных финансов КНР и эмиссии облигаций, выраженных в юанях, в Шанхае и Гонконге. Правительство страны могло бы и в данной ситуации последовать японскому опыту и расширить льготные кредитные

линии в юанях иностранным государствам. Например, по данным Китайского банка развития, в 2009 г. 4,65% общей величины юаневых кредитов в сумме 2,9 трлн юаней производились за пределами основной территории страны, составив 135 млрд юаней, или около \$20 млрд.

При условии расширения масштабов таких кредитов в будущем, они соответствующим образом могут быть деноминированы в юанях. В аналогичной ситуации для увеличения доли денежных требований КНР, выраженных в юанях к остальному миру, правительству этой страны предлагается осуществлять эмиссию дополнительных облигаций *“Panda bonds”*, которые выпускаются нерезидентами, деноминируются в юанях и обращаются на национальном фондовом рынке Китая¹².

В 2005 г. Международная финансовая корпорация и Азиатский банк развития осуществили эмиссию *“Panda”*-бондов на сумму 1,13 млрд и 1 млрд юаней, соответственно, хотя мобилизованные таким образом средства предполагалось использовать для финансирования местных операций эмитентов. Наконец, в дополнение к китайским финансовым институтам был уполномочен еще ряд избранных иностранных банков, работающих в этой стране, которым разрешили выпускать в Гонконге облигации, деноминированные в юанях (см. *табл. 2*).

В свою очередь, Министерство финансов КНР приняло решение об эмиссии государственных облигаций, деноминированных в юанях, на сумму 6 млрд юаней в сентябре 2009 г. в Гонконге. Это - первый в своем роде выпуск облигаций, который был осуществлен с двумя целями: увеличения роли юаня на международном рынке и создания основы для других юаневых облигационных выпусков в Гонконге.

Несмотря на то, что такая операция привела бы к росту иностранных обязательств Китая, выраженных в национальной валюте (или соответствующему увеличению *длинной* позиции этой страны по иностранной валюте),

Выпуски облигаций, деноминированных в юанях, в Гонконге в 2007-2009 гг.

Эмитент	Дата эмиссии	Размер эмиссии, млрд юаней	Срок погашения, лет	Процентная ставка, %
China Development Bank	Июнь 2007 г.	5,0	2	3,00
Export and Import Bank of China	Август 2007 г.	2,0	2	3,05
Bank of China	Сентябрь 2007 г.	3,0	2 и 3	3,15 и 3,35
Bank of Communications	Июль 2008 г.	3,0	2	3,25
Export and Import Bank of China	Сентябрь 2008 г.	3,0	3	3,4
China Construction Bank	Сентябрь 2008 г.	3,0	2	3,24
Bank of China	Сентябрь 2008 г.	3,0	2 и 3	3,25 и 3,4
Bank of East Asia (China)	Июль 2009 г.	1,0	2	2,8
HSBC (China)	Июль 2009 г.	1,0	2	38 базисных пунктов при превышении трехмесячной ставки SHIBOR*
China Development Bank	Август 2009 г.	1,0	2	2,45

* Shanghai Inter-Bank Offered Rate - ставка предложения денег межбанковского рынка в Шанхае.

такая стратегия может расширить роль юаня в оффшорных финансовых сделках.

Хотя большая часть данного анализа касается положительных аспектов влияния интернационализации юаня на китайскую экономику, следует иметь в виду и следующие вопросы: при каких условиях должники будут осуществлять деноминацию своих обязательств в юани, а также - зачем сторонам сделки, находящимся за пределами КНР, иметь на балансе долг, выраженный в юанях, если эта валюта находится в зоне риска резкого подорожания по отношению к другим иностранным валютам?

Одним из основополагающих условий интернационализации юаня является то, что заемщики в других странах должны быть готовы иметь на своем балансе обязательства, деноминированные в юанях. А если стоимость юаня серьезно недооценена, и эта валюта подвержена риску существенного скачка курса по отношению, например, к доллару США, тогда очень сложно будет заставить зарубежных заемщиков брать долг, выраженный в юанях.

**ЭФФЕКТИВНЫЙ
ОБМЕННЫЙ КУРС ЮАНЯ**

Проблема резкого удорожания юаня достаточно широко обсуждается многими экономистами, которые полагают, что стоимость этой валюты недооценена. Теоретические и практические изыскания демонстрируют, что юань на самом деле должен иметь более высокий курс по отношению к другим валютам¹⁴. Однако степень такой недооценки существенно варьируется от исследования к исследованию¹⁵. Большинство из них преувеличивает или, наоборот, недооценивает уровень реальной стоимости юаня.

Некоторые китайские экономисты указывают на неопределенность, связанную с любыми расчетами степени недооценки стоимости юаня¹⁶. Их аргументы основаны на хорошо известном эмпирическом наблюдении соотношения между обменным курсом и реальным доходом, в соответствии с которым цены, особенно неторгуемых товаров и услуг, как правило, выше в странах с более высоким уровнем дохода на душу населения.

Те же экономисты продемонстрировали, что их базовый аргумент сохраняет свою справедливость при учете и других возможных детерминантов модели обменного курса, включая показатель открытости экономики, текущий торговый баланс, дефицит бюджета, уровень контроля капиталопотоков и коррупции. На основе данной модели можно получить довольно существенные количественные расхождения в оценке стоимости юаня, хотя при этом сложно утверждать, что предполагаемое расхождение возникает вследствие наличия явных признаков недооценки стоимости последнего.

Однако экономисты МВФ высказывают сомнения относительно достоверности результатов таких исследований¹⁷. Они утверждают, что данный подход может привести к образованию ряда заниженных оценок стоимости юаня¹⁸. Они также указывают на то, что в общепринятых моделях равновесного обменного курса небольшие изменения основных параметров, различных пояснительных характеристик и перио-

дов осуществления анализа могут приводить к возникновению больших вариаций при оценке равновесного курса.

Недостаточные эмпирические данные не исключают возможности недооценки стоимости юаня. Доказательств тому, получаемых на основе этих данных, так мало, что при обращении к ним невозможно исключить целый ряд гипотез, выдвинутых для измерения стоимости юаня. В этой связи следует, скорее всего, говорить не о занижении или завышении стоимости юаня, а о необходимости разработки весомых рекомендаций для осуществления политики в отношении юаневых резервов, поскольку правительствам и компаниям торговых партнеров Китая так или иначе необходимо принимать решение, идти или не идти на деноминацию своих долгов в юани.

С экономической точки зрения, китайские власти придерживаются градуалистского подхода (т.е. постепенного, поэтапного, поступательного проведения реформ как альтернативы реализованной в России в начале 1990-х гг. «шоковой терапии») и ориентируются на социально-экономическую стабильность в стране. Поэтому существенное подорожание юаня следует рассматривать как риск срыва национальной экономической политики КНР и угрозу развитию производственных и торговых отношений с другими странами Азии и мира.

Это означает, что с учетом политики градуализма в Китае ожидания относительно перспектив резкого подорожания юаня не могут блокировать процесс интернационализации юаня.

СПЕЦИФИКА ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ КИТАЯ

Большинство наблюдателей полагают, что валютная политика регулирования курса юаня вернулась после короткого периода 2005-2008 гг., когда имел место рост курса юаня по отношению к доллару США, вновь к долларовой привязке, которая была характерна для 1994-2005 гг. и современного этапа взаимоотношений и взаимозависимости дол-

лар-юань. С учетом этой позиции интернационализация юаня наверняка зависела бы от перспектив дальнейшей привязки к доллару. Тогда все преимущества ликвидности, которыми обладают долларовые рынки, вызывали процесс инерции, в то время как позиция юаня в качестве резервной валюты вряд ли смогла создать сколько-нибудь существенную конкуренцию американскому доллару.

Худшим сценарием развития такой гипотезы была бы ситуация, когда внешние юаневые долги столкнулись бы с более высокими процентными ставками, по сравнению с долларowymi займами, при условии перспективного роста курса юаня к доллару.

Если бы китайские власти на практике совершили отрыв от долларовой привязки с учетом временного отхода от такой политики на период глобального финансово-экономического кризиса, даже в таком случае у юаня все равно остались бы шансы на то, что в перспективе в этой валюте будут брать больше кредитов в других странах мира. В связи с этим, некоторые экономисты¹⁹ представляют доказательства того, что валютный режим юаня в период 2005-2008 гг. был не просто попыткой отхода от долларовой привязки. В это время китайские власти управляли юанем относительно валютной корзины, взвешенной на основе торгового баланса КНР, что является аналогичной практикой долгосрочного регулирования курса сингапурского доллара.

В поддержку этого аргумента говорят несколько фактов.

1. Отчеты Народного банка Китая и Государственной администрации иностранной валюты в 2008 г. указали на эффективность определения обменного курса юаня Банком международных расчетов при обсуждении тенденций его изменения²⁰, что, возможно, означало повышение внимания к необходимости поиска эффективных инструментов измерения обменного курса юаня²¹. Такая позиция - явный признак отхода от традиции, установившейся во время азиатского финансового кризиса. Как утверждают некото-

рые китайские экономисты, с учетом высокого уровня конкурентоспособности и ценовой стабильности эффективная политика относительно устойчивого валютного курса юаня приносит КНР больше пользы, чем двусторонняя долларовая стабильность и привязка к доллару²².

2. В течение 2006-2008 гг. эффективные курсы юаня и доллара США большей частью изменялись в противоположных направлениях, наглядно демонстрируя утрату влияния долларовой корзины на эффективный курс юаня в указанный период; такая ситуация представляет собой еще один признак того, что юань отходит от чисто долларовой привязки.

3. Наконец, те же китайские экономисты приводят данные, в соответствии с которыми в этот период обменный курс юаня показывал тенденцию приближения к уровню, определяемому повышением его стоимости относительно валютной корзины, взвешенной по величине торгового баланса; в этой связи следует отметить, что аналогично характеру валютной политики Сингапура эффективный уровень обменного курса юаня показывал 2%-ное изменение в обе стороны.

Однако в июле 2008 г. юань резко вернулся к жесткой привязке к доллару США и существенно поднялся в курсе на фоне укрепления последнего. Это означает, что летом 2008 г. в КНР произошло изменение политики управления валютным курсом юаня.

Двухлетний эксперимент с управлением курса юаня на основе валютной корзины, взвешенной по величине внешнеторгового баланса, был закончен ввиду углубления глобального финансового кризиса. Возврат к долларовой стабильности потребовал, чтобы эффективный уровень обменного курса юаня вышел за верхнюю границу 2%-ного предела колебания. С учетом укрепления доллара во второй половине 2008 г. китайским властям пришлось создать условия для значительного снижения курса юаня к доллару, чтобы удержать его на устойчивом уровне эффективного обменного курса.

Изменение политики управления курсом юаня можно поставить в ряд общих опасений насчет имеющейся слабости привязки юаня к доллару ввиду наличия очень большого структурного дефицита внешнеторгового баланса КНР с США. Кроме того, этот процесс может говорить о появлении нового приоритета по укреплению доверия к рынку ввиду глобальной финансовой нестабильности, вызываемой спецификой выполнения долларом функции мировой резервной валюты.

Резкий рост курса доллара в конце 2008 г. был неожиданным для многих наблюдателей и заставил пересматривать стратегии специалистов не только в области торговли валютой, но и по управлению портфелями активов.

С учетом восстановления нормальных условий торговли на глобальном валютном рынке постепенно изменяется отношение инвесторов к политике Китая в сфере управления курсом юаня, благодаря которому он укрепляется по сравнению с валютами основных торговых партнеров этой страны. Как указывалось выше, юань, в меньшей степени привязанный к курсу доллара США, был бы более привлекательной валютой для заимствований. Следовательно, привязка к доллару препятствует интернационализации юаня.

* * *

Опыт азиатских стран с середины 2006 г. по середину 2008 г. также демонстрирует, что восточноазиатские валюты показывают относительную стабильность ввиду схожести характеристик их внешнеторговых корзин²³. Например, с учетом схожести этих корзин, если бы КНР осуществляла валютное управление юанем по модели эффективного обменного курса, а Малайзия делала то же самое, но только в отношении своей национальной единицы - ринггита, это могло означать достаточный уровень стабильности курса ринггита к юаню. Что говорило бы о неформальном подходе к стабилизации валют как на основе модели эффективных курсов, так и в случае двусторонних отношений между странами Восточной Азии в сочетании с укреплением доверия к валютной политике этих стран.

Более стабильный курс юаня по отношению к другим валютам восточноазиатских стран со временем будет способствовать увеличению его использования в рамках данного региона. Однако события 2008 г. демонстрируют, что такая политика неэффективна, когда серьезный отток капитала с региональных рынков оказывает негативное воздействие на валюты, находящиеся под защитой различного уровня контроля, или когда укрепление доллара США вызывает асимметрию по-

литики, основанной на установлении курса по модели внешне-торговой корзины.

В целом, потенциальный возврат управления курсом юаня к политике 2006-2008 гг. не служит причиной того, что торговые партнеры Китая откажутся от планов деноминации своих долгов в юанях.

Валютную политику КНР до определенной степени можно интерпретировать как попытку представить остальному миру альтернативный источник финансирования в виде юаневых займов. Но если торговые партнеры Китая сочтут, что юань подвержен резким скачкам, тогда перспективы его интернационализации весьма слабы. И если эти же торговые партнеры откажутся от юаня как альтернативы доллару с более или менее вероятной тенденцией к росту по отношению к другим ведущим мировым валютам, то и в этом случае интернационализация китайской национальной денежной единицы маловероятна.

Полная интернационализация юаня, в конечном счете, потребует либерализации сделок со счетом текущих операций с капиталом в КНР. Однако меры, которые Китай принимает в этом направлении, дают основание полагать, что его власти апробируют интернационализацию юаня в рамках действующих норм контроля капиталопотоков.

¹ McGuire P., Peter G. von. The US dollar shortage in global banking. // BIC Quarterly Review. 2009. № 1, p. 47-63.

² Baba N., McCauley R., Ramaswamy S. US dollar money market funds and non-US banks // BIS Quarterly Review. 2009. № 1, p. 47-63.

³ Ma G., Zhou H. China's evolving external wealth and rising creditor position // BIS Working Papers. 2009. № 286, p. 7.

⁴ Ibid., p. 8.

⁵ Takagi S. Internationalising the yen, 1984-2003: unfinished agenda or mission impossible? // BIS Papers. 2011. № 61, p. 75-92.

⁶ Ibidem.

⁷ Blanchard O., Giavazzi F., Sa F. The U.S. current account and the dollar // NBER Working Paper. 2005. № 11137, p. 19.

⁸ Genberg H., McCauley R., Persaud A., Park Y.-C. Official reserves and currency management in Asia: myth, reality and the future // Geneva reports on the world economy. 2005. № 7, p. 10.

⁹ People's Bank of China. Note purchase agreement between the People's Bank of China and the International Monetary Fund. Beijing, 2009.

¹⁰ Cui L., Chang S., Chang J. Exchange rate pass-through and currency invoicing in China's exports // HKMA China Economic Issues. 2009. № 2, p. 10.

¹¹ Ibidem.

¹² Yu Y. Panda bonds could help China avoid the risks of US Treasury bonds // East Asia Forum - www.eastasiaforum.org/2008/12/19/panda-bonds-could-help-china-avoid-the-risks-of-us-treasury-bonds/

¹³ People's Bank of China...

¹⁴ Frankel J. On the Yuan: the choice between adjustment under a fixed exchange rate and adjustment under a flexible rate // CEFifo Economic Studies. 2006. № 52 (2), p. 246-275.

¹⁵ Goldstein M., Lardy N. Debating China's Exchange Rate Policy. Washington, 2008.

¹⁶ Cheung Y.-W., Chinn M.D., Fujii E. The overvaluation of renminbi undervaluation // Journal of International Money & Finance. 2007. № 26, p. 762-785.

¹⁷ Dunaway S., Li X. Estimating China's equilibrium real exchange rate // IMF Working Paper. 2005. № 05 (202), p. 3-9.

¹⁸ Dunaway S., Leigh L., Li X. How robust are estimates of equilibrium real exchange rates: The case of China // Pacific Economic Review. 2009. № 14, p. 361-375.

¹⁹ Ma G., McCauley R.N. The evolving renminbi regime and implications for Asian currency stability // BIS Working Papers. 2010. № 321, p. 1-15.

²⁰ People's Bank of China. China's Monetary Policy Report. Beijing, 2008.

²¹ State Administration of Foreign Exchange. China Balance of Payments Report 2007. Beijing, 2008.

²² Fung S., Klau M., Ma G., McCauley R. Implications of refined renminbi effective exchange rates with Asian entrepot and intra-regional trade - in Cheung Y.-W., Wong K.-Y. China and Asia: economic and financial interactions. London, 2009, p. 178-193.

²³ Ma G., McCauley R.N. Op. cit.