

# Сохраняющиеся вызовы: приоритеты для будущей повестки дня «Группы двадцати» и БРИКС?

## Развитие валюты и трансформация управления: Китай и юань<sup>1</sup>

П. Субаччи

---

**Субаччи Паола** – старший научный сотрудник, Королевский институт международных отношений (Chatham House); 10 St James's Square, London SW1Y 4LE, Великобритания; E-mail: psubacchi@chathamhouse.org

*С тех пор как «Группа двадцати» стала форумом лидеров государств по экономическим и финансовым вопросам, т.е. с ноября 2008 г., развитие международной валютной системы отражает трансформацию глобальной экономики в результате получения Китаем статуса второй крупнейшей экономики в мире и статуса крупнейшего экспортера, а также из-за связанных с этим ограничений глобального управления, в особенности ограничений так называемых Бреттон-Вудских институтов. Согласно данной статье, после начала международной дискуссии о недостатках международной валютной системы, а именно после речи Чжоу Сяочуаня в марте 2009 г., Китай стал стремиться к интернационализации своей валюты, юаня, чтобы сделать ее одной из ключевых международных валют. В этих целях Китай разработал политику, направленную на облегчение международного использования юаня без полного открытия внутренних рынков капитала – условия полностью конвертибельной международной валюты. В статье показана траектория развития юаня в последние пять лет и сделан вывод о том, что юань стал скорее региональной, чем международной валютой. Рассмотрены ограничения, с которыми сталкиваются китайские власти, когда пытаются продвигать юань среди иностранных инвесторов, в то же время стремясь сохранить контроль – «управляемую конвертируемость» – над потоками капитала в страну и из страны. Автор приходит к выводу, что решение о включении юаня в корзину СДР МВФ символизирует ожидаемый эволюционный переход международной валютной системы от долларовой доминирования к мультивалютной структуре. Тем не менее этот переход займет несколько лет, и в ближайшее время международное управление будет продолжать отражать влияние эмитентов ключевых международных валют.*

Ключевые слова: международная валютная система; юань; доллар; Китай; управление; «Группа двадцати»; экономические реформы

Для цитирования: Субаччи П. Развитие валюты и трансформация управления: Китай и юань? // Вестник международных организаций. 2017. Т. 12. № 2. С. 129–145. DOI: 10.17323/1996-7845-2017-02-129

---

<sup>1</sup> Перевод выполнен Т.А. Ланьшиной, сотрудником Центра экономического моделирования энергетики и экологии Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС), сотрудником Центра отраслевых исследований Института США и Канады Российской академии наук (ИСКРАН).

Статья поступила в редакцию в ноябре 2016 г.

## Введение

После начала глобального финансового кризиса международная валютная система стала ключевым направлением деятельности «Группы двадцати». В октябре 2008 г. бывший президент Франции Николя Саркози и бывший премьер-министр Великобритании Гордон Браун призвали к заключению «нового Бреттон-Вудского» соглашения, которое могло бы лечь в основу новых глобальных финансовых правил и решить проблемы международной валютной системы [Helleiner, 2010, p. 619; Subacchi, 2010a, p. 665]. Несмотря на то, что кризис не был валютным, международная валютная система нуждалась в реформировании. В марте 2009 г. управляющий Народного банка Китая Чжоу Сяочуань сообщил позицию Китая, всего за несколько недель до саммита «Группы двадцати» в Лондоне. В своей речи, получившей большую известность, он отметил зависимость международной валютной системы от одной валюты – доллара [Zhou, 2009]. Ключевой риск такой системы, по его мнению, заключается в том, что приоритеты внутренней политики страны, которая выпускает резервную валюту, не всегда согласуются с целями сохранения стоимости данной валюты и обеспечения достаточной ликвидности для международной торговли и финансовых транзакций. Чжоу Сяочуань сделал вывод, что международная валютная система должна быть реформирована, и эта реформа должна быть направлена на переход к использованию наднациональной валюты в качестве международной резервной валюты<sup>2</sup>.

Чжоу Сяочуань не стал развивать свои идеи и не уточнил, как именно должна выглядеть наднациональная валюта. Тем не менее его доклад оказался эпохальным по двум причинам. Во-первых, в нем был поставлен вопрос о том, соответствует ли международная валютная система современной динамике мировой экономики, при которой на развивающиеся рынки и развивающиеся страны приходится более существенная (и растущая) доля мировой экономики, чем 30 лет назад. В этом отношении, как было выявлено позднее в процессе работы «Группы двадцати», проблемой является не функционирование международной валютной системы, а управление.

Во-вторых, в своей речи Чжоу Сяочуань также обратил особое внимание на зависимость Китая от доллара и на необходимость снижения такой зависимости за счет развития международного использования собственной валюты, юаня. В последнее время доллар играл важную роль в экономическом развитии Китая – как ключевая валюта, используемая в системе международных платежей, а также как средство накопления капитала. По сути, доллар используется для выставления счетов и совершения подавляющего большинства торговых сделок Китая. Также большинство международных активов – долларовые. В структуре официальных резервов Китая в настоящее время находится более 3 трлн долл. США. Китайские долларовые резервы, которые в 2014 г. достигли 4,2 трлн долл. США, создали особенно много проблем во время интервенции Чжоу Сяочуаня, поскольку в это время доллар обесценивался по отношению к юаню, и существовал риск, что Китай держит обесценивающиеся активы.

Автор приходит к выводу, что через интернационализацию своей валюты Китай постепенно становится частью международной валютной системы, которая, по мнению китайских лидеров, эволюционирует в сторону мультивалютной структуры. В первой части статьи рассматриваются основные черты международной валютной системы и отмечается парадоксальность того, что Китай, будучи крупной торговой страной,

<sup>2</sup> Он призвал к созданию «международной резервной валюты, не связанной с отдельными странами и способной оставаться стабильной в долгосрочном периоде» в международной валютной системе.

не имеет своей международной валюты. Во второй части автор исследует то, как Китай пытался преодолеть ограничения юаня и разработать политику, направленную на развитие международного использования юаня. Автор прослеживает траекторию развития юаня в последние пять лет и затем делает вывод, что юаню удалось стать скорее региональной, чем международной валютой. Помимо этого, автор рассматривает ограничения, с которыми сталкивались китайские власти при одновременном продвижении юаня среди иностранных инвесторов и попытках сохранить контроль над потоками капитала. В третьей части исследуется роль валютной стратегии Китая в глобальном экономическом управлении; автор приходит к выводу о том, что решение о включении юаня в корзину СДР МВФ отражает ожидаемый ход эволюции международной валютной системы по направлению от доминирования доллара к мультивалютности.

## Международная валютная система в процессе трансформации

### *Доллар и международная валютная система*

Доминирование доллара в международной валютной системе имеет долгую историю. В 1943 г., за год до конференции в Бреттон-Вудсе, на которой была создана система, оказавшая существенную поддержку послевоенному экономическому восстановлению, участники переговоров со стороны США предположили, что доллар «возможно, станет ключевым элементом в послевоенной структуре стабильных валют» (цит. по: [James, 2014, p. 47]). На следующий год страны – участницы конференции согласились привязать свои валюты к доллару и поддерживать обменные курсы в коридоре  $\pm 1\%$ , т.е. их валюты не могли повышаться или понижаться в цене против доллара более чем на 1%. Идея заключалась в использовании доллара для предоставления ликвидности международной валютной системе, «привязке» стоимости доллара к золотым резервам США и, по крайней мере в теории, обеспечении конвертации долларов в золото по курсу 35 долл. за унцию.

В послевоенные годы Бреттон-Вудская система работала хорошо, однако она имела серьезную внутреннюю проблему – «дилемму», как выразился бельгийский экономист Роберт Триффин, – на нее были возложены две несовместимые задачи. Первая задача заключалась в обеспечении мировой экономики ликвидностью. Для страны, которая выпускает ключевую резервную валюту, эта задача содержит в себе риск возникновения существенного дефицита счета текущих операций. Вторая задача состояла в поддержании стоимости ключевой резервной валюты. В конце 1950-х годов, по мере увеличения дефицита счета текущих операций в соответствии с внутренними приоритетами администрации США, вопрос о сохранении доверия доллару стал очевидным<sup>3</sup>. Это противоречие характерно и для современной международной валютной системы, как отметил в своей речи Чжоу Сяочуань в 2009 г.

Поскольку другие страны – участницы Бреттон-Вудской системы, в частности Германия, Франция и Япония, не были заинтересованы в удорожании своих валют ради помощи США по снижению дефицита счета текущих операций, дефицит продолжал расти, а доверие доллару – падать. Такое положение дел было особенно характерно для конца 1960-х годов, когда США выпускали доллары для финансирования своего огромного дефицита [Cohen, 2001, p. 98]. Наконец, в августе 1971 г. США в одностороннем порядке приняли решение временно прекратить конвертацию доллара,

<sup>3</sup> Это, впрочем, не является необходимым условием.

и Бреттон-Вудская система завершила свое существование. Однако это не стало концом эры доминирования доллара, который остался основой международной валютной системы и после отказа от Бреттон-Вудской системы. «Валютная гегемония» доллара в сегодняшней мировой экономике еще более удивительна, если принять во внимание то, как сильно изменился мир после окончания «холодной войны». В настоящее время активное участие в мировой экономике принимают больше стран, чем 30 лет назад. При этом международная валютная система не претерпела принципиальных изменений, она по-прежнему построена вокруг доллара.

Успех доллара в значительной степени объясняется привычками, сетевыми эффектами, инерцией; широкое использование доллара во всем мире препятствовало развитию других валют, по крайней мере в такой степени, которая могла бы представить угрозу доминированию доллара. Более того, размер американской экономики, ликвидные и диверсифицированные финансовые рынки США, надежные государственные организации и эффективная правовая система сделали доллар привлекательной валютой для резидентов других стран, находящихся в поиске стабильной и безопасной «гавани», которая могла бы защитить их от финансовых шоков и геополитических рисков. В результате иностранные правительства, компании и отдельные индивиды продолжили держать доллары [Prasad, 2014].

### ***Международная торговля и доллар***

Связь между экономическим развитием страны и ее международным положением всегда находила отражение в мире валют. Страны, которые участвуют в экономической интеграции на региональном или глобальном уровнях и обладают хорошо функционирующей и относительно открытой рыночной экономикой, как правило, имеют международную валюту. Под международной валютой понимается валюта, которая находится в свободном доступе, имеет ликвидность и в принципе может быть использована в торговле и финансах. До доллара мировой резервной валютой являлся фунт стерлингов. Это отражало тот факт, что Великобритания была крупнейшей экономикой мира – в конце XIX в. на нее приходилось 8% глобального ВВП<sup>4</sup>, она была ключевым участником международной торговли, ключевым международным финансовым центром [Cassis, 2006, p. 61] и геополитической сверхдержавой.

Развитие экономики страны и развитие ее валюты обычно взаимосвязаны – это было характерно для США и Великобритании, и в этом плане развитие Китая является аномальным. Подобно Великобритании в XIX в., Китай – глобальный лидер в сфере торговли и супердержава с геополитической точки зрения. В отличие от Великобритании, у Китая нет валюты, которая отражала бы и стимулировала бы его подъем на международной арене. В современной многополярной мировой экономике, в которой относительный вес США снизился, а относительный вес Китая и других развивающихся стран возрос, отсутствие у Китая международной валюты является настолько же удивительным, насколько аномальным является «валютная гегемония» доллара [Subacchi, 2017].

---

<sup>4</sup> Включая Британские колонии. В противном случае Китай при династии Цин был бы крупнейшей экономикой мира и оставался бы таковой до 1900 г., когда на первое место вышли США. Оценка ВВП проведена в международных долларах Гири-Хамиса 1900 г. [Maddison, 2007].

### **Связь Китая с долларом**

Среди развивающихся стран Китай наиболее остро ощущает ограничения, возникающие ввиду отсутствия у него международной валюты и, следовательно, ввиду его чрезмерной зависимости от доллара. В настоящее время Китай является крупнейшим в мире экспортером и второй по величине экономикой в мире, на которую приходится более 10% глобального ВВП. Размер китайской экономики превышает размер японской экономики, на которую приходится 8% глобального ВВП. США – крупнейшая в мире экономика – производит более 21% мирового ВВП<sup>5</sup>. При этом у Китая нет валюты, которая отражала бы его роль в мировой экономике. Юань является валютой с ограниченным обращением за пределами Китая и с ограниченной ликвидностью.

Международное использование юаня как средства обмена, расчетной единицы и средства накопления, т.е. для выполнения тех функций, которые обычно выполняет международная валюта<sup>6</sup>, ограничено частичной конвертацией. В результате индивиды и институты, которые находятся за пределами Китая и совершают там операции, не желают принимать платежи и держать валюту, которая не может быть легко конвертирована в другие валюты и использована для оплаты товаров и услуг за пределами Китая.

Для решения этой проблемы в начале 2000-х годов власти отменили все ограничения на потоки капитала в результате торговых сделок, включая выплаты (в том числе дивидендов) за импорт и экспорт товаров и услуг, которые были полностью либерализованы в 2007 г. Кроме того, был начат процесс постепенного открытия счета движения капиталов через либерализацию долгосрочных (а не краткосрочных) и прямых (а не косвенных) потоков [Gao, Yu, 2009, p. 8–9]. Этот процесс все еще продолжается, и в Китае сейчас наблюдается «управляемая конвертируемость юаня» [Zhou, 2015], при которой монетарные власти продолжают контролировать потоки капитала, уходящие и приходящие на внутренний рынок, в целях защиты наиболее уязвимых секторов национальной экономики от внешних шоков и в целях продолжения постепенной либерализации движения капиталов.

Отсутствие валюты, которая могла бы легко использоваться на международном уровне, означает, что доллар остается основой китайских торговых и финансовых отношений. Однако использование доллара в сделках с остальным миром и в хеджировании сопряженных с этим валютных рисков предполагает издержки. Например, компании, которые импортируют и экспортируют товары и услуги, сталкиваются с трудностями минимизации разницы между ценой, выраженной в долларах, и ценой в местной валюте, которую они используют для местных расчетов: выплат зарплат, арендной платы, процентов по займам, коммунальных платежей и т.д.

Другая проблема, с которой сталкиваются компании, заключается в том, что обязательства (например, прямые иностранные инвестиции, которыми владеют иностранцы) в китайском балансе международных инвестиций и задолженности номинированы в юанях, в то время как требования к иностранцам (например, официальные резервы) номинированы в ключевых резервных валютах, в особенности в долларе<sup>7</sup>. Когда доллар обесценивается по отношению к юаню, Китай получает убытки, так как его обязательства в долларах увеличиваются, в то время как его требования остаются

<sup>5</sup> Данные за 2011 г. в текущих ценах.

<sup>6</sup> Как для резидентов, так и для нерезидентов. Точнее говоря, международная валюта может быть использована в личных целях в качестве замены денег, валюты выставления счетов и осуществления финансовых сделок. Она также может быть использована в общественных целях, в качестве ключевой валюты для валютных интервенций и валюты привязки [Kenen, 1983; Chinn, Frankel, 2005].

<sup>7</sup> Для дисбалансов в международном балансе [McKinnon, Schnabl, 2004].

прежними. Наконец, зависимость от доллара может создать проблемы в Китае в случае начала банковского кризиса в США по примеру кризиса 2008 г. [McGuire, Peter von, 2009]. Для стран, в значительной степени вовлеченных в международную торговлю, таких как Китай, нехватка долларов может быть особенно разрушительной. Это объясняет то, почему Чжоу Сяочуань отстаивал реформирование международной валютной системы и переход к новой системе, которая предоставляла бы более широкий выбор, т.е. больше чем одну доминирующую валюту или большие объемы ликвидности, например, как в случае введения наднациональной валюты.

## Валютная стратегия Китая

### **Выработка политики**

В течение некоторого времени власти Китая осознавали ограничения использования своей валюты, излишней зависимости от доллара и потенциальные потери от долларовых запасов в китайских валютных резервах, хотя в конце 2014 г. ситуация изменилась. Ввиду этого начиная с 2009 г. они работали над преодолением этих ограничений и над развитием частичного, и в некоторой степени временного, ответа на вызовы, возникающие из-за ограниченного международного использования юаня. В основу выработанного решения легло хорошее положение Китая в системе международной торговли, что могло создать потенциал для использования юаня в выставлении счетов и проведения торговых операций.

Китай начал проводить политику интернационализации юаня в апреле 2009 г., когда Постоянный комитет Государственного совета утвердил план, позволивший использовать юань для назначения цен, выставления счетов и проведения международных торговых операций. Также в 2009 г. правительство Китая начало реализацию пилотной схемы, расширенной в 2010 г. и охватившей 20 провинций<sup>8</sup> и городов, в целях стимулирования использования юаня для проведения международных торговых операций — импорта и экспорта товаров — с граничащими с Китаем странами. Главная цель этой схемы заключалась в тестировании продвижения использования китайской валюты в региональной торговле и стимулировании компаний использовать китайскую валюту в международных торговых операциях [Gao, Yu, 2009, p. 15]<sup>9</sup>. Впоследствии план эволюционировал в формальную программу, которая теоретически способна перевести всю торговлю Китая на юани.

### **Ликвидность юаня**

Использование юаня для выставления счетов и проведения операций в международной торговле является необходимым, но недостаточным условием для продвижения валюты на международном уровне. Валюта, на которую наложены ограничения по международным финансовым операциям (ограничивающие ее функцию сохранения стоимости), вряд ли станет широко использоваться в добровольном порядке, даже в торговле товарами, поскольку торговля товарами все же включает в себя важные

<sup>8</sup> Пекин, Тяньцзинь, Внутренняя Монголия, Ляонин, Шанхай, Цзянсу, Чжэцзян, Фуцзянь, Шаньдун, Хубэй, Гуаньдун, Гуанси, Хайнань, Чунцин, Сычуань, Юньнань, Цзилинь, Хейлунцзян, Сицзан (Тибет) и Синьцзян.

<sup>9</sup> Охваченные этой схемой страны: Гонконг, Макао и страны АСЕАН — Бруней, Камбоджа, Индонезия, Лаос, Малайзия, Мьянма, Филиппины, Сингапур, Таиланд и Вьетнам.

элементы чисто финансового характера, такие как хеджирование валютных рисков [Genberg, 2009, p. 6]. Если нерезиденты Китая не имеют возможности инвестировать свои средства в юанях в финансовые и нефинансовые сферы, то стоимость хранения средств в юанях для них является более высокой, поскольку, во-первых, у них нет возможности заработать за счет торговли валютой на рынках капитала. Во-вторых, если валюта будет обесцениваться, они не смогут вывести свои средства из юаней и вовремя переключиться на другую валюту.

Через несколько месяцев после старта плана по интернационализации юаня китайские монетарные власти осознали сложность превращения валюты с ограниченной конвертацией в международную валюту. К этому моменту им стало понятно, что без корректировки политики в целях поддержки интернационализации валюты ограниченная либерализация потоков долгосрочного капитала в ближайшие годы будет ограничивать международное использование юаня, даже для торговых сделок. Таким образом, монетарные власти должны были гарантировать, что юань находится в широком доступе за пределами Китая, в целях решения проблем ограниченной конвертации валюты. Ввиду этого они приняли решение о создании рынка для номинированных в юанях активов для развития юаня как международной валюты с учетом существующих ограничений конвертации. Иными словами, необходимо было создать стимулы и новую систему для генерации достаточного объема юаневой ликвидности в международной платежной системе. Ликвидность действительно была ключевой предпосылкой для того, чтобы иностранцы захотели держать юани, несмотря на существующие ограничения [Subacchi, 2010b].

Конечно, власти Китая могли выбрать путь, который прошла Япония в 1980-е годы, который состоит в открытии счета движения капитала в целях создания достаточной юаневой ликвидности. Однако без тщательной реформы внутреннего банковского и финансового секторов и изменений в режиме валютного курса, состоящих в более гибком регулировании, риск валютных шоков и негативного влияния на внутреннюю финансовую систему неуправляемых потоков капитала был бы слишком высок. Поэтому вариант отмены контроля над движением капитала не рассматривался.

Китайские власти стали экспериментировать с идеей развития специального рынка, отдельного от внутреннего, где юани и номинированные в юанях активы могли бы свободно торговаться. Такой рынок должен быть ликвидным, он должен располагать надежной инфраструктурой, внушающими доверие институтами и эффективным регулированием, а также иметь потенциал развития новых продуктов и, в частности, создания рынка долговых обязательств, номинированных в юанях. Этот рынок помог бы аккумулировать средства в юанях для инвестиций и кредитов. Например, китайские компании могли бы привлекать капитал на этом рынке и использовать его для своих зарубежных инвестиций или даже репатриировать его для внутренних инвестиций под контролем властей.

### ***Офшорное решение для юаня***

Для преодоления ограничений, наложенных на юань в рамках мер контроля над движением капитала, китайские власти решили создать офшорный рынок юаней, на котором юани могли бы торговаться без ограничений. Идея заключалась в создании рынка для иностранных участников, на котором последние могли бы использовать юань в торговых и инвестиционных сделках, а также хранить средства в юанях. Предполагалось, что средства с офшорного рынка можно будет переводить на материковый

рынок через сложные схемы, которые, во всяком случае теоретически, сформируют механизмы контроля за движением капитала и снизят риски возникновения финансовой нестабильности. Монетарные власти Китая считали, что перемещение всех этих операций на офшорный рынок защитит рынок на материковом Китае от нежелательных и потенциально дестабилизирующих движений капитала. Таким образом, власти начали разрабатывать политику по развитию офшорного рынка юаней, а также схему исполнения торговых сделок, чтобы создать пул ликвидности за пределами материкового Китая [He, McCauley, 2010; Ma, Yao, 2015].

Развитие офшорного рынка юаней параллельно с материковым рынком, но отдельно от него, позволило бы создать условия для увеличения объемов международного использования юаня как финансового актива при сохранении контроля китайских монетарных властей над притоком капитала на внутренний рынок и над темпами либерализации счета движения капитала платежного баланса [He, McCauley, 2010]. Наличие базовых услуг по расчетно-кассовому обслуживанию в юанях помогло бы увеличить масштабы обращения юаней и облегчить развитие финансовых рынков Китая. Существование офшорного рынка, таким образом, было расценено как необходимое в том случае, если валюте надо пройти путь от ограниченного объема транзакций до уровня развитого актива, в котором иностранные компании и лица могут хранить средства [He, McCauley, 2010].

Трансграничные торговые сделки в юанях и развитие офшорного рынка юаней стали двумя комплементарными аспектами валютной стратегии Китая. Данная стратегия имеет два направления развития, для каждого из них были разработаны специальные меры [Subacchi, 2010b]. Цель первого направления заключается в расширении использования юаня в международной торговле и, таким образом, в увеличении объемов его использования в качестве валюты платежей. Целью второго направления является создание офшорного рынка номинированных в юанях активов, который позволит избежать преждевременного открытия счета движения капитала Китая и поможет управлять конвертируемостью валюты.

Эти два направления политики реализуются параллельно, более того, они поддерживают друг друга. Трансграничная торговля подпитывает офшорный рынок, поскольку выручка от торговли может храниться на банковских депозитах или даже в номинированных в юанях активах на офшорном рынке. Развитие офшорного рынка юаней, с одной стороны, позволяет нерезидентам инвестировать юани, полученные в результате международной торговли, и, таким образом, оставлять их за пределами Китая. В свою очередь, эти офшорные юани могут подпитывать и расширять пул ликвидности на офшорном рынке. Кроме того, по мере развития офшорного рынка номинированных в юанях долговых обязательств привлеченные за пределами материкового Китая средства могут направляться в производственную деятельность, которая, в свою очередь, позволит расширить торговлю и потенциально привести к увеличению объемов использования юаней в торговых сделках. Наличие приемлемых условий хранения средств в юанях будет способствовать использованию юаней все большим числом иностранных компаний при заключении торговых сделок с Китаем.

Ключевая деталь здесь заключается в том, что в рамках этой политики юань может использоваться на международном уровне в контролируемых условиях. Через развитие офшорного рынка китайские монетарные власти могут сохранять контроль над ввозом и вывозом капитала и защищать банковскую и финансовую систему Китая от внезапных изменений в направлении потоков капитала — притоков и оттоков — в случае неконтролируемых событий и шоков. С точки зрения властей, эта стратегия может дать импульс для трансграничного использования юаня без подрыва финансовой стабиль-



ности Китая. Тем не менее китайские власти знают, что до тех пор, пока ограничения на потоки капитала сохраняются, масштабы международного использования юаня будут ограниченными, поскольку офшорный рынок не может выступать в качестве полноценного субститута конвертируемости валюты.

### **Результаты политики на сегодняшний день**

Валютная стратегия Китая выглядит достаточно успешной спустя более чем пять лет после начала ее реализации. Во-первых, был зафиксирован рост объемов международного использования валюты без полной либерализации движения капиталов. Более 20% импортных и экспортных сделок Китая в настоящее время заключается в юанях, по сравнению лишь с 2% в 2010 г. и 0% в 2009 г. Юань в настоящее время является шестой наиболее используемой в международных расчетах валютой в мире, впереди австралийского доллара и швейцарского франка, на юань приходится приблизительно 1,6% всех глобальных платежей [SWIFT, 2016]. Офшорный рынок юаня также очень сильно вырос. Долговые обязательства в юанях в Гонконге составляют 35% всех долговых обязательств, или около половины триллиона юаней. Объем юаневой ликвидности в Гонконге (клиентские депозиты и депозитные сертификаты) превышает 1 трлн юаней, в то время как средний дневной оборот юаней на валютном рынке превышает 700 млрд юаней.

Тем не менее эти изменения в основном имели региональный характер — юань особенно широко использовался в Азиатско-Тихоокеанском регионе [Subacchi, 2017, p. 174–176]. И использование юаня в торговле было гораздо более существенным, чем увеличение спроса на номинированные в юанях активы. На офшорные банковские депозиты приходится лишь 1,5% общего объема депозитов в юанях; долговые обязательства невелики (около 188 млрд юаней) в сравнении с международными долговыми обязательствами, номинированными в долларах, евро, фунтах стерлингов и иенах. Офшорный рынок юаневых долговых инструментов составляет лишь 0,5% всего глобального рынка, в то время как на рынок номинированных в долларах долговых инструментов приходится 40%, в евро — 41%, в фунтах стерлингов — почти 10%, в иенах — 2%. И на юань приходится от 0,6 до 1% глобальных валютных резервов центральных банков, в то время как на доллар и евро приходится соответственно 62% и 23% совокупных официальных резервов.

Крупнейшие и наиболее диверсифицированные офшорные рынки юаней находятся в Азии — Гонконг, Сингапур и Тайбэй. Их масштаб остается достаточно ограниченным, несмотря на то, что именно они вносят важнейший вклад в процесс интернационализации юаня. Также, несмотря на сравнительно широкое распространение юаня в Азиатско-Тихоокеанском регионе, использование данной валюты в других регионах и в других развивающихся странах, например в ЮАР и Бразилии, развивается гораздо медленнее. Поэтому скорее уместно говорить о регионализации валюты, чем о ее интернационализации.

Этот результат соответствует целям пилотной схемы, в основе которой лежит обращение юаня в регионе Большого Китая и в соседних с ним регионах [Saede et al., 2010], и он также соответствует положению Китая как центра промышленной сети Восточной Азии и ключевого центра в региональных цепочках поставок. Объем торговли товарами Китая с соседними странами составляет около 1,4 трлн долл. США в год. Около 22% торговли Китая промышленными товарами в настоящее время приходится на страны Юго-Восточной Азии — в 1991 г. значение этого показателя составляло 2%. Китай также является крупнейшим торговым партнером для некоторых стран в регионе.

Например, 20% торговли Вьетнама приходится на Китай, в то время как на Вьетнам приходится менее 1% торговли Китая<sup>10</sup>. В результате семь из десяти стран Юго-Восточной Азии, включая Южную Корею, Индонезию, Малайзию, Сингапур и Таиланд, в последние три года отслеживали юань более пристально, чем доллар [Subramanian, Kessler, 2012].

Китайская валютная стратегия фактически создала условия для обращения юаня в регионе. Эти условия позволили создать необходимые банковские каналы для стимулирования использования юаня в региональной торговле. Данные результаты являются положительными, однако сами по себе они не превратят юань в полноценно функционирующую международную валюту ввиду существующих ограничений, наложенных на движение капитала в Китай и из Китая. Трансграничная схема проведения расчетов по торговым сделкам в юанях, таким образом, является более функциональной для обеспечения существенного источника ликвидности офшорному рынку юаней, и это должно способствовать использованию юаня участниками рынка.

## Китайская валютная стратегия и глобальное экономическое управление

### *Политика постепенных изменений*

Валютная стратегия Китая представляет собой сложный комплекс мер, который нуждается в долгосрочном планировании, серии последовательных шагов, способности оценивать реакцию рынков и предвидеть краткосрочные и долгосрочные эффекты от проводимой политики как на национальном, так и на международном уровне. Кроме того, интернационализация юаня является частью общих монетарных и финансовых реформ Китая, и ее следует оценивать в комплексе с этими реформами. Юань станет полноценной международной валютой, когда Китай окажется в состоянии полностью открыть свой счет движения капитала. Тем не менее без улучшения управления государственными предприятиями и банками в целях приведения китайской практики управления и прозрачности в соответствие с международными стандартами, китайские монетарные власти продолжат «управлять» конвертацией юаня и удерживать контроль над внутренним рынком капитала.

Осторожный подход китайских властей также свидетельствует о том, что целевое состояние и меры, которые использовались для достижения этого состояния, являются принципиально новыми. Ни одна другая страна еще ни разу не предпринимала так много усилий по развитию международного использования своей национальной валюты через последовательный набор мер государственной политики, направленный на преодоление имеющихся препятствий, которые пока невозможно полностью устранить. Китай располагает большим простором для экспериментов с мерами политики. Также серьезными являются и вызовы, с которыми он сталкивается.

Создание хорошей репутации и доверия к юаню, а также создание ситуации, при которой юань будет приниматься в тех частях мира, где в настоящее время доминирует

---

<sup>10</sup> Расхождения в торговом балансе в основном обусловлены типами продуктов, которые выпускает каждая страна. Основой вьетнамского экспорта является сырье и производственные товары с низкой добавленной стоимостью: уголь, сырая нефть, каучук, морепродукты и обувь. Для сравнения, основу китайского экспорта во Вьетнам составляют производственные продукты с высокой добавленной стоимостью, такие как продукты машиностроительного и фармацевтического секторов и бензин.

доллар, займет годы. Народный банк Китая знает о трудностях, сопутствующих интернационализации валюты, и поэтому Пекин проявляет осторожность в оценке шансов на успех, а также пытается избежать формирования завышенных ожиданий. Кроме того, китайские власти сталкиваются с проблемой «управления» конвертируемостью юаня, т.е. они должны предоставлять доступ к внутреннему рынку в целях поощрения вложений иностранных участников в юань без подрыва внутренней финансовой стабильности; в дальнейшем этот опыт может быть применен в других странах мира. Наконец, по мере того как экономика, помимо прочих факторов, все меньше отражает сдвиг в китайской модели роста, лица, принимающие решения, будут стараться увеличить привлекательность юаня в глазах иностранных участников рынка.

### **Развитие международной валюты**

Какое влияние может оказать валютная стратегия Китая на международную валютную систему? Китайские монетарные власти продемонстрировали немало индикаторов того, каким они видят будущее развитие своей валюты. Как в 12-м, так и в 13-м пятилетних планах сделан акцент на важности продолжения развития юаня и реформирования китайских банков, однако эти планы не дают ответов на вопросы о том, как юань должен развиваться в международной валютной системе. Тем не менее уделено внимание включению юаня в корзину специальных прав заимствования (СДР) – корзину резервных валют МВФ, которая замещает международную валютную систему, – и это свидетельствует о том, что китайское руководство рассматривает китайскую валюту как часть мультивалютной международной системы<sup>11</sup>. Поместив юань в одну корзину с долларом, евро, иеной и фунтом стерлингов, МВФ фактически подтвердил ту роль, которую Китай играл в мировой экономике в последнее время.

Это решение также имеет значение в отношении роли, которую Китай играл в последнее время и продолжит играть в управлении международной валютной системой и институтами, имеющими к ней отношение, такими как МВФ. Фактически, включив юань в число ключевых валют, Китай в некоторой степени восполнил пробел между попытками быть великой державой и ограничениями, если не препятствиями, обусловленными отсутствием сильной валюты. Как отметил Роберт Манделл, «...великие державы имеют сильные валюты» [Mundell, 1993].

Несмотря на это признание, юань остается развивающейся международной валютой, и это отличает его от остальных компонентов корзины СДР в той же степени, в которой Китай, в отличие от других эмитентов валют, входящих в корзину СДР, обладает развивающейся экономической и финансовой системами. Его успех в международной торговле, например, не соответствует его позициям в международном финансовом секторе. Как и большинство других развивающихся стран, Китай является «незрелым кредитором», который выдает займы в основном в долларах [McKinnon, Schnabl, 2014, p. 13]. И в случае, если Китаю придется привлекать заемный капитал на международных рынках, ему придется выпустить основную часть своих долговых обязательств также в долларах. Как и другие развивающиеся страны, Китай страдает от «первородного греха», который заключается в невозможности выпускать долговые обязательства в собственной валюте.

Однако в отличие от других развивающихся стран, даже таких больших, как Бразилия, Индия и Россия, Китай имеет огромную экономику, которая может создать критическую массу, необходимую для развития его собственной валюты. Кроме того,

<sup>11</sup> Решение было принято в декабре 2015 г., реализовано – в октябре 2016 г.

руководство Китая намерено продолжать реформы, в особенности в банковском секторе и в сфере государственных предприятий, в целях поддержки развития юаня. Таким образом, существует вероятность того, что юань в конце концов станет одним из ключевых игроков в мировой экономике и в международных финансах. Никто не может сказать, когда точно это случится; в то же время этого нельзя исключать. Кристин Лагард, директор-распорядитель МВФ, сформулировала это всеобщее ожидание следующим образом: «Вопрос не в том, случится ли это, вопрос в том, когда это случится».

Китайские власти прекрасно понимают, что ближайшие пять лет будут важнейшими для укрепления и повышения статуса юаня как международной валюты и сокращения его отставания от валют других «великих держав». Однако постепенный рост влияния юаня в региональной торговле, судя по всему, уже не является тем, что ожидают власти от ближайших лет. Поскольку Китай стал более решительным в геополитических вопросах, юань также сможет добиться более важной роли в международной валютной системе.

Валютная стратегия Китая будет по-прежнему определяться экономическим прагматизмом. Китайские власти расценивают прекращение доминирования доллара и переход к более диверсифицированной и более ликвидной международной валютной системе как шаг на пути к более сбалансированной и менее волатильной системе. Превращение юаня в доминирующую международную валюту и замена доллара юанем вряд ли входят в планы китайских властей. Наоборот, власти Китая стремятся подготовить почву для использования юаня на глобальных рынках исходя из допущения, что международная валютная система становится менее сосредоточенной на долларе и переходит к мультивалютному формату (к новой системе управления, которая в меньшей степени сосредоточена в США).

### ***Китай, «Группа двадцати» и международное экономическое управление***

Китай претендует на то, чтобы юань являлся одной из валют новой мультивалютной системы, а он сам — одним из игроков в новой системе управления. Наличие ключевой международной валюты наделяет Китай правами ключевого участника нового глобального управления в экономической сфере. Рост международной роли юаня, отражающий размер китайской экономики и масштабы китайской международной торговли, неизбежно оказывает влияние на международную валютную систему. Тем не менее вместо оспаривания доминирования доллара, который останется основной валютой в ближайшие годы, сдвиг в сторону мультивалютной международной системы, который сейчас отражается в наборе валют в корзине СДР, подчеркивает фундаментальный сдвиг в управлении, который начал воплощаться после глобального финансового кризиса с повышением уровня «Группы двадцати» (с уровня министров финансов до уровня лидеров).

Благодаря включению юаня в состав корзины СДР Китай так или иначе сократил разрыв между стремлением к тому, чтобы стать великой державой, и ограничениями, если не препятствиями, связанными с отсутствием сильной валюты. Как утверждал Роберт Манделл, «...великие державы имеют сильные валюты» [Mundell, 1993]. Включение юаня в состав корзины СДР также окажет влияние на ту роль, которую Китай играл до сих пор и продолжит играть в управлении международной валютной системой и в связанных с ней институтах, таких как МВФ.

Тем не менее достижение цели включения юаня в корзину СДР, которая в некоторой степени влияла на китайскую экономическую политику в 2010–2015 гг., замедлило

процесс вовлечения Китая в международное экономическое управление. Например, ожидания более активных действий в сфере управления международными финансовыми организациями во время председательства Китая в «Группе двадцати» в 2016 г. не оправдались. Китаю удалось придерживаться плана, и во время его председательства были сделаны некоторые важные достижения, в особенности в сфере «зеленого» финансирования. Однако он не смог продвинуть управление, отражающее растущую роль Китая в международной валютной системе. Если до декабря 2015 г. Китай спешил взять на себя определенную роль в меняющемся мировом экономическом и геополитическом порядке, и юань становился инструментом и символом новой роли Китая в мировой экономике, то в последнее время Китай взял паузу, для того чтобы сосредоточиться на изменении модели своего экономического роста и выполнить корректировку внутренней экономической политики. Важнейшая международная инициатива Китая «Один пояс, один путь», по существу, является региональной, хотя и охватывает большой регион, относящийся к Азии и Европе. Именно здесь юань наиболее распространен и именно здесь он имеет максимальные шансы для дальнейшего развития [Subacchi, 2017]. На самом деле региональное измерение управления, нашедшее воплощение в Азиатском банке инфраструктурных инвестиций и в Новом банке развития, является наиболее комфортным для Китая.

Ограничения юаня как международной валюты не только отражают масштабы вовлечения Китая в международное управление, но и характеризуют внутренние ограничения «Группы двадцати» как форума лидеров глобальной экономики. Можно считать, что «Группа двадцати» является хорошим представителем реальной мировой экономики — на все страны «Группы двадцати» приходится около 80% мирового ВВП — однако данная неформальная организация является неточной моделью глобальных финансовых и валютных отношений. В сферах монетарной и валютной политики и финансового регулирования ключевые обсуждения и ключевые решения остаются за странами «Группы семи», которые выпускают ключевые международные валюты: доллар, евро, иену и фунт стерлингов; такое положение дел сохраняется даже несмотря на то, что «Группа двадцати» внесла важный вклад в продвижение реформ в сфере глобальной финансовой архитектуры.

То, что юань является незрелой международной валютой, которая в лучшем случае имеет только региональное направление развития, в отличие от четырех других участников корзины СДР, сохраняет разделение между «Группой семи» как клубом стран с развитыми экономиками и «Группой двадцати» как форумом развитых стран и стран с развивающимися экономиками. Если «Группа двадцати» признает тот факт, что за последние 20 лет динамика мировой экономики существенно изменилась, а страны с развивающимися экономиками (не обязательно те, которые входят в зону геополитического влияния США) начали выходить на передний план, и это является важным достижением в глобальном управлении, то одновременно финансовый мир демонстрирует, что управление монетарными и финансовыми делами твердо сохраняется в руках эмитентов ключевых валют.

## Выводы

Китай провел большую работу по развитию юаня как международной валюты. Этот процесс, который после ускорения в 2010–2015 гг. вступил в более медленную фазу, сопряжен с рядом политических вызовов. Во многих случаях власти Китая демонстрировали, что они не спешат «проталкивать» юань, по крайней мере потому, что это пред-

полагает масштабное реформирование национального финансового сектора. Поэтому они продолжают «держат ногу на тормозе». Тем не менее один аспект достаточно ясен: руководство Китая не намерено создавать конкуренцию доллару. С точки зрения руководства, развитие юаня как международной валюты предоставит больше возможностей и сделает международную валютную систему менее зависимой от доллара и, таким образом, менее уязвимой перед кризисами ликвидности. Конечной целью, согласно намерениям китайских монетарных властей, является создание международной мультивалютной системы. Она, в свою очередь, будет отражать сдвиг равновесия в экономической власти и отвечать за появление новых крупных и быстроразвивающихся экономических игроков, таких как Китай. Будущее нашей валютной системы выглядит более фрагментарным, с большим количеством альтернатив и вызовов. Ни один из доступных вариантов – евро, юань – не является достаточно сильным для того, чтобы стать доминирующим. Тем не менее вместе они способны разрушить фактическую монополию доллара как глобальной валюты.

Однако не сейчас. Юань остается валютой с ограниченным обращением, и улучшения, достигнутые после 2010 г., в основном имели региональный характер. При этом Китай, как отмечалось ранее, сталкивается с трудностями в достижении компромисса между внутренними приоритетами и необходимостью предоставления международных «общественных благ», с которыми обычно сталкиваются международные валюты. Это делает управление вызовом для глобального управления, в особенности для таких форумов, как «Группа двадцати» [Bayoumi et al., 2016]. Страны с мощными экономическими системами и с валютами, которые находятся в международном обращении и во владении нерезидентов, иногда прибегают к экономической политике, оказывающей позитивное внутреннее влияние и вызывающей негативные последствия для других стран. В качестве примера можно привести «валютную войну», начавшуюся вследствие проведения нетрадиционной монетарной политики и применения мер количественного смягчения в США после глобального финансового кризиса; к этой проблеме министром финансов Бразилии было привлечено внимание «Группы двадцати».

В перспективе международная валютная система продолжит эволюционировать, и этот процесс будет отражать эволюцию мирового порядка и изменения в динамике мировой экономики, и Китай, а также юань, останутся частью этой эволюции. Международная валютная система также продолжит меняться. Сейчас уже нет потребности в физическом перемещении денег; вместо этого можно отправлять информацию. Однако вопрос о том, как определять и сохранять стоимость бумажных денег, будет по-прежнему доминировать в дискуссиях в ближайшие годы. В конечном счете все зависит от того, как люди ответят на вопрос «Кому вы доверяете?» В перспективе глобальное управление будет играть важную роль в управлении трансформацией международной валютной системы.

## Литература

Bayoumi T., Pickford S., Subacchi P. (eds) (2016) *Managing Complexity. Economic Policy Cooperation after the Crisis*. Washington DC: Brookings Institution Press.

Cassis Y. (2006) *Capitals of Capital*. Cambridge: Cambridge University Press.

Cohen B.J. (2001) *Bretton Woods System* // *Routledge Encyclopedia of International Political Economy* / R.J. Barry Jones (ed.). L.: Routledge. P. 95–102.

Cohen B.J. (2008) *The International Monetary System: Diffusion and Ambiguity* // *International Affairs*. Vol. 84. No. 3. P. 455–470.

- Gao H., Yu Y. (2009) Internationalization of the Renminbi: Paper presented at BoK–BIS Seminar in Seoul, 19–20 March.
- Genberg H. (2009) Currency Internationalisation: Analytical and Policy Issues. HKIMR Working Paper. No. 31 (October). Hong Kong Institute for Monetary Research.
- He D., McCauley R.N. (2010) Offshore Markets for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues. BIS Working Papers. No. 320. Basel: Bank for International Settlements.
- Helleiner E. (2010) A Bretton Woods Moment? The 2007–2008 Crisis and the Future of Global Finance // International Affairs. Vol. 86. No. 3. P. 619–636.
- James H. (2014) Cosmos, Chaos: Finance, Power and Conflict // International Affairs. Vol. 90. No. 1. P. 47.
- Kenen P.B. (1983) The Role of the Dollar as an International Currency // Group of Thirty Occasional Papers. No. 13. N.Y..
- Ma G., Yao W. (2015) Can the Chinese Bond Market Facilitate a Globalizing Renminbi? FGI working paper.
- McGuire P., Peter G. von (2009) The US Dollar Shortage in Global Banking // BIS Quarterly Review. March. Режим доступа: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0903f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0903f.pdf) (дата обращения: 02.12.2016).
- McKinnon R., Schnabl G. (2004) The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin // Review of Development Economics. Vol. 8. No. 3. P. 331–360.
- McKinnon R., Schnabl G. (2014) China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the RMB as an International Currency // China & World Economy. Vol. 22. No. 3.
- Chinn M., Frankel J. (2005) Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? // NBER Working Papers. No. 11510. National Bureau of Economic Research, Cambridge Mass.
- Maddison A. (2007) The World Economy. Vol. 2: Historical Statistics. Paris: OECD Publishing.
- Mundell R. (1993) EMU and the International Monetary System: A Transatlantic Perspective // Austrian National Bank Working Paper. No. 13. Vienna: Austrian National Bank.
- Prasad E.S. (2014) The Dollar Trap. Princeton University Press.
- Seade J., Lin P., Ma Y., Wei X., Zhang Y. (2010) Hong Kong as an International Financial Centre for China and the World (draft). Lingnan University, Department of Economics.
- Subacchi P. (2017) The People's Money. N.Y.: Columbia University Press.
- Subacchi P. (2010a) Who is in Control of the International Monetary System? // International Affairs. Vol. 86. No. 3. P. 665–680.
- Subacchi P. (2010b) One Currency, Two Systems: China's Renminbi Strategy. Chatham House paper. L.: Chatham House.
- Subramanian A., Kessler M. (2012) The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, Rest of the World to Go? PIIE Working Paper Series 12–19. Washington DC: Peterson Institute of International Economics.
- SWIFT (2016) Euro Surpasses RMB in Traditional Trade Finance. Режим доступа: <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/document-centre#topic-tabs-menu> (дата обращения: 05.12.2016).
- Zhou X. (2009) Reforming the International Monetary System. BIS Central Banker's speech, 23 March.
- Zhou X. (2015) Statement by the Honorable Zhou Xiaochuan, Governor of the IMF for China to the Thirty-First Meeting of the International Monetary and Financial Committee Washington, D.C., 18 April. Режим доступа: <https://www.imf.org/External/spring/2015/imfc/statement/eng/chn.pdf> (дата обращения: 5.12.2016).

# Currency in Progress and Governance in Transition: China and the Renminbi<sup>1</sup>

P. Subacchi

---

---

**Paola Subacchi** – Dr., Senior Research Fellow, Chatham House; 10 St James’s Square, London SW1Y 4LE; E-mail: psubacchi@chathamhouse.org

## Abstract

*In November 2008 the G20 became the premier forum for international economic and financial affairs. As a result, the international monetary system has come to reflect the transformation of the global economy brought about by China’s emergence as the second largest economy and major exporter, and by the related limits of international governance, especially of the so-called Bretton Woods institutions. This article argues that Zhou Xiaochuan, governor of the People’s Bank of China, started an international debate about the shortfalls of the international monetary system in March 2009, after which China pursued the internationalization of its own currency, the renminbi, to turn it into one of the key international currencies. To this purpose, China has put together a policy framework that facilitates the international use of the renminbi without opening domestic capital markets – a requisite for a fully convertible international currency. This article discusses the renminbi’s trajectory over the last five years and suggests that it has become more regionalized rather than internationalized. It also discusses the challenges that Chinese authorities experience as they try to put the renminbi in the pockets of foreign investors and at the same time maintain control – “managed convertibility” – of capital flows in and out of the domestic market. The article concludes that the decision to include the renminbi in the International Monetary Fund’s basket for its special drawing rights reflects expectations that the international monetary system will shift from a dollar-dominated to a multi-currency system. However, this will take several years; in the meantime, international governance will continue to reflect the influences of the issuers of the key international currencies.*

**Key words:** international monetary system; renminbi; dollar; China; governance; G20; economic reforms

For citation: Subacchi P. (2017) Currency in Progress and Governance in Transition: China and the Renminbi. *International Organisations Research Journal*, vol. 12, no 2, pp. 129–145 (in Russian and English). DOI: 10.17323/1996-7845-2017-02-129

## References

- Bayoumi T., Pickford S., Subacchi P. (eds) (2016) *Managing Complexity. Economic Policy Cooperation after the Crisis*. Washington DC: Brookings Institution Press.
- Cassis Y. (2006) *Capitals of Capital*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Cohen B.J. (2001) Bretton Woods System. *Routledge Encyclopedia of International Political Economy* (R.J. Barry Jones (ed.)). London: Routledge, pp. 95–102.
- Cohen B.J. (2008) The International Monetary System: Diffusion and Ambiguity. *International Affairs*, vol. 84, no 3, pp. 455–470.
- Gao H., Yu Y. (2009) *Internationalization of the Renminbi*. Paper presented at BoK-BIS Seminar in Seoul, 19–20 March.
- Genberg H. (2009) *Currency Internationalisation: Analytical and Policy Issues*. HKIMR Working Paper, no 31, October. Hong Kong Institute for Monetary Research.

---

<sup>1</sup> The editorial board received the article in November 2016.



- He D., McCauley R.N. (2010) Offshore Markets for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues. *BIS Working Papers*, no 320. Basel: Bank for International Settlements.
- Helleiner E. (2010) A Bretton Woods Moment? The 2007–2008 Crisis and the Future of Global Finance. *International Affairs*, vol. 86, no 3, pp. 619–636.
- James H. (2014) Cosmos, Chaos: Finance, Power and Conflict. *International Affairs*, vol. 90, no 1, p. 47.
- Kenen P.B. (1983) The Role of the Dollar as an International Currency. *Group of Thirty Occasional Papers*, no 13. New York.
- Ma G., Yao W. (2015) *Can the Chinese Bond Market Facilitate a Globalizing Renminbi?* FGI working paper .
- McGuire P., Peter G. von (2009) The US Dollar Shortage in Global Banking. *BIS Quarterly Review*, March. Available at: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0903f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0903f.pdf) (accessed 2 December 2016).
- McKinnon R., Schnabl G. (2004) The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin. *Review of Development Economics*, vol. 8, no 3, pp. 331–360.
- McKinnon R., Schnabl G. (2014) China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the RMB as an International Currency. *China & World Economy*, vol. 22, no 3.
- Chinn M., Frankel J. (2005) Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? *NBER Working Papers*, no 11510. National Bureau of Economic Research, Cambridge Mass.
- Maddison A. (2007) *The World Economy Vol. 2: Historical Statistics*. Paris: OECD Publishing.
- Mundell R. (1993) EMU and the International Monetary System: A Transatlantic Perspective. *Austrian National Bank Working Paper*, no 13. Vienna: Austrian National Bank.
- Prasad E.S. (2014) *The Dollar Trap*. Princeton University Press.
- Seade J., Lin P., Ma Y., Wei X., Zhang Y. (2010) *Hong Kong as an International Financial Centre for China and the World* (draft). Lingnan University, Department of Economics.
- Subacchi P. (2017) *The People's Money*. New York: Columbia University Press.
- Subacchi P. (2010a) Who is in Control of the International Monetary System? *International Affairs*, vol. 86, no 3, pp. 665–680.
- Subacchi P. (2010b) One Currency, Two Systems: China's Renminbi Strategy. Chatham House paper. London: Chatham House.
- Subramanian A., Kessler M. (2012) *The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, Rest of the World to Go?* PIIE Working Paper Series 12–19. Washington DC: Peterson Institute of International Economics.
- SWIFT (2016) *Euro Surpasses RMB in Traditional Trade Finance*. Available at: <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/document-centre#topic-tabs-menu> (accessed 5 December 2016).
- Zhou X. (2009) Reforming the International Monetary System. BIS Central Banker's speech, 23 March.
- Zhou X. (2015) Statement by the Honorable Zhou Xiaochuan, Governor of the IMF for China to the Thirty-First Meeting of the International Monetary and Financial Committee Washington, D.C., 18 April. Available at: <https://www.imf.org/External/spring/2015/imfc/statement/eng/chn.pdf> (accessed 5 December 2016).