

**Терещенко С.В.**, канд. екон. наук  
науковий співробітник Інституту економіки та прогнозування  
НАН України

## ФОРМУВАННЯ ПОЛІВАЛЮТНОЇ СВІТОВОЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

*Висвітлюються питання трансформації світової валютної системи під впливом ослаблення економік розвинених країн та зростаючого значення економік деяких країн, що розвиваються. Досліджуються зміни структури світового економічного порядку і таким чином формування полівалютної світової фінансової системи. Розглянуто перспективи появи нових регіональних резервних валют, які згодом можуть завоювати міжнародний статус. У сукупності ці процеси формують виклики для фінансової системи України, які окреслені автором у статті (зокрема, в сфері управління золотовалютними резервами)<sup>1</sup>.*

*Ключові слова:* світова полівалютна система, мультиполярність, регіональна валюта, валютна інтернаціоналізація, резервна валюта, структура золотовалютних резервів.

**J E L : F31; F33; G15**

**Постановка проблеми.** Через нездатність сучасної світової валютної системи забезпечити відносно стабільність валютно-економічних відносин у світі активізувались дискусії про реформування світового валютного порядку, зокрема, його трансформацію в мультивалютну форму. Світова фінансово-економічна криза та зміна співвідношення сил у світовій економіці окреслюють перспективи розвитку валютної глобалізації, характерною тенденцією якої є валютний поліцентризм. У цих умовах відбувається новий перерозподіл співвідношення валют та активізуються процеси інтернаціоналізації національних грошей, зокрема валют країн, що швидко розвиваються, навіть за відсутності їхньої вільної конвертованості.

Проблематика, розглянута в цій статті, знаходить своє відображення в чисельних дослідженнях зарубіжних учених: А.Бенасі-Кере, Ф.Бергстена, Дж.Вільямсона, Р.Дорнбуша, Б.Ейхенгріна, М.Камдессю, П.Кенена, Б.Коена, П.Кругмана, Р.Манделла, М.Оттеро-Іглесіаса, Ж.Пісані-Феррі, Р.Триффіна. Розробленням фундаментальних питань перебудови світової валютної системи займалися такі українські дослідники, як А.Гальчинський, В.Геєць, О.Рогаць, В.Сіденко. Серед російських вчених варто виділити С.Афонцева, О.Буторіну, С.Глазьєва, М.Делягіна, Л.Красавіну, С.Моїсєєва, І.Платонову, Д.Смислова.

Незважаючи на велику кількість публікацій з цієї проблематики, багато теоретичних та емпіричних питань трансформації світової валютної системи залишаються недостатньо вивченими та досить перспективними для дослідження.

*Метою* цієї статті є дослідження процесів формування полівалютної світової фінансової системи з виявленням основних чинників і наслідків цього процесу, а також обґрунтування викликів глобальних трансформацій для валютної політики України.

За останні тридцять років у світі відбулися значні зміни, в результаті яких світовий центр сили почав зміщуватися з розвинених країн у країни, що розвиваються. Експерти групи з макроекономічних досліджень міжнародної аудиторської компанії

<sup>1</sup> Публікацію підготовлено за виконання НДР "Вплив глобальних фінансових трансформацій на валютно-фінансову систему України" (№ держреєстрації 0114U000600).



PricewaterhouseCoopers (PwC) в аналітичному звіті "Світ у 2050 році" зазначають, що світова фінансова криза прискорила зміщення центру ваги світової економіки в Азіатсько-Тихоокеанський регіон, і Китай, США та Індія до 2050 р. стануть найбільшими економіками світу [1, с. 2]. У доповіді Світового банку "Горизонти світового розвитку, 2011 рік – Мультиполярний світ: Глобальна економіка" прогнозується, що до 2025 р. на частку шести провідних країн із ринком, що формується, – Бразилію, Китай, Індію, Індонезію, Південну Корею і Росію – припадатиме понад половина приросту світової економіки [2, с. 13].

Розвиток зазначених трендів, пов'язаних з ослабленням США та інших країн Заходу, зростаючим значенням багатьох країн, що розвиваються, в планетарному масштабі означає докорінну зміну всієї структури світового економічного та політичного порядку, загалом складну реконфігурацію світу. Сучасний світ є мультиполярним, і структура світової валютної системи повинна відображати глобальні економічні зміни. Згідно з прогнозами експертів Світового банку найбільш імовірним сценарієм розвитку міжнародної валютної системи є формування мультивалютної системи [2]. Відповідно до оцінок Європейського центрального банку (ЄЦБ) міжнародна валютна система вже перебуває на стадії перетворення на триполярну [3, с. 33].

Для того щоб адекватно оцінити роль і вагу конкретної валюти в сучасній світовій валютній системі, доречно розглянути функції, які вона виконує. У науковій літературі виділяють три функції грошей: засіб обігу, міра вартості та засіб нагромадження. У табл. 1 вони згруповані за двома рівнями аналізу – приватним і публічним.

Таблиця 1

Функції міжнародної валюти			
Функції грошей			
Рівень аналізу	Засіб обігу	Міра вартості	Засіб нагромадження
Приватний	Ключова валюта, валюта торговельних угод	Валюта виставлених рахунків-фактур	Валюта інвестицій
Публічний	Валюта, на якій базується валютне застереження, валюта інтервенцій	Валютний якір	Резервна валюта

Джерело: складено автором.

Для отримання більш ґрунтовних результатів дослідження слід провести порівняльний аналіз декількох функцій міжнародних валют. Про роль валюти як ключової можна судити на основі її частки в обороті на світовому валютному ринку (табл. 2). Ринкова частка визначається кількістю угод, в яких бере участь валюта.

Таблиця 2

Динаміка частки валют в обороті на світовому валютному ринку в 1992–2013 рр., %								
Валюта	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013
Долар	41,0	41,6	43,6	44,9	44,0	42,8	42,4	43,5
Євро*	27,6	29,8	26,3	18,9	18,7	18,5	19,5	16,7
Японська єна	11,7	12,0	10,1	11,7	10,4	8,6	9,5	11,5
Англійський фунт стерлінгів	6,8	4,7	5,5	6,5	8,2	7,4	6,4	5,9
Швейцарський франк	4,2	3,6	3,5	3,0	3,0	3,4	3,1	2,6
Інші	8,7	8,1	11,0	14,8	15,6	19,3	19,1	19,7

\* Частка євро до 1999 р. розраховується як сума часток німецької марки, французького франку та інших валют, які були "успадковані" євро.

Джерело: складено автором на основі даних: Triennial Central Bank Survey: report on global foreign exchange market activity in 2010 [Електронний ресурс] / Bank for International Settlements. – 2010. – Доступний з : <<https://www.bis.org/publ/rpxfx10t.pdf>>; Triennial Central Bank Survey: foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results [Електронний ресурс] / Bank for International Settlements. – September, 2013. – С. 10. – Доступний з : <<https://www.bis.org/publ/rpxfx13fx.pdf>>.

Різка скорочення частки євро після 1998 р. пов'язано з початком функціонування Європейського валютного союзу. З 1999 р. угоди між членами євросони стали "внутрішніми" і, таким чином, більше не розглядалися як частина світового валютного ринку.



Як свідчать дані таблиці, п'ять валют явно домінують: долар, євро, єна, фунт стерлінгів і швейцарський франк, причому долар США займає монополістичне положення з часткою в 87%.

Про роль валюти як резервної свідчать дані про структуру офіційних валютних резервів (табл. 3).

Таблиця 3

Динаміка частки валют у валютних резервах країн світу в 1995–2013 рр., %

Валюта	1995	2000	2005	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Усі країни</i>								
Долар	59,0	71,1	66,9	62,0	61,8	62,3	61,9	61,4
Євро <sup>1</sup>	18,5	18,3	24,1	27,7	26,0	24,7	23,9	24,1
Англійський фунт стерлінгів	2,1	2,8	3,6	4,2	3,9	3,8	4,0	3,9
Японська єна	6,8	6,1	3,6	2,9	3,7	3,6	3,9	3,8
Інші	13,7	1,8	1,9	3,1	4,4	5,4	6,1	6,5
<i>Розвинені країни</i>								
Долар	53,9	69,8	69,3	65,1	65,0	66,5	63,5	62,0
Євро	19,5	18,4	21,2	25,4	23,9	22,3	23,7	23,8
Англійський фунт стерлінгів	2,1	2,8	2,7	2,8	2,5	2,5	3,0	3,0
Японська єна	7,1	7,3	4,7	3,9	4,5	4,4	4,7	4,7
Інші	17,5	1,8	2,1	2,6	3,9	4,1	5,0	5,7
<i>Країни з ринком, що формується, і країни, що розвиваються</i>								
Долар	73,7	74,8	62,7	58,6	58,3	57,5	60,1	60,8
Євро <sup>1</sup>	17,4	18,1	29,2	30,2	28,4	27,4	24,2	23,7
Англійський фунт стерлінгів	2,2	2,6	5,1	5,9	5,5	5,3	5,2	5,0
Японська єна	6,0	2,8	1,5	1,8	2,8	2,7	3,0	2,8
Інші	2,8	1,7	1,5	3,5	5,0	6,9	7,4	7,4

<sup>1</sup> Для 1995 р. сума часток німецької марки, французького франка та голландського гульдена.

Джерело: складено автором на основі: IMF Annual Report 2011 [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.imf.org/external/np/div/2011/index.pdf>>; IMF Annual Report 2013 [Електронний ресурс]. – Доступний з : <[http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2013/eng/pdf/ar13\\_eng.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2013/eng/pdf/ar13_eng.pdf)>; Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER database) [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>>.

Дані таблиці ілюструють тенденцію скорочення частки доларових активів у структурі резервів: до кінця 2013 р. їхня частка скоротилася до 61,4% порівняно з 71,1% у 2000 р. Тим не менше в структурі офіційних валютних резервів доларові авуари становлять 3,7 трлн дол. США проти 1,4 трлн дол. США авуарів, номінованих в євро [4].

Статус долара США як провідної світової резервної валюти залишається без змін. Частка євро досягла піку в 27,7% у 2009 р., скоротившись до 24,1% у 2013 р., в основному за рахунок слабкості євро в умовах кризи. Незважаючи на посилення суверенної боргової кризи, євро наразі залишається другою найбільш важливою міжнародною резервною валютою. Водночас частка інших валют у глобальних валютних резервах зросла до 6,5%. Таким чином авуари, номіновані в інших валютах, що включають нетрадиційні валюти, такі як австралійський і канадський долари, перевищили авуари, номіновані в фунтах стерлінгів і японській єні.

Щодо ролі євро як валюти прив'язки, то його використання для закріплення обмінного курсу в цілому було незмінним. Євро залишається важливим якорем стабільності, особливо для сусідніх країн.

Стосовно заміщення активів, то частка євро в загальному обсязі депозитів загалом залишалася стабільною. Євро все ще є найпопулярнішою валютою депозитних вкладів у іноземній валюті в країнах Центральної, Східної та Південно-Східної Європи і продовжує розглядатися як більш надійний засіб заощаджень, ніж більшість місцевих валют, особливо в країнах, що пережили період макроекономічної нестабільності [5, с. 26].

Статистичні дані табл. 2 і 3 наочно демонструють, що насправді в глобальній системі домінують дві валюти – долар і євро. Ця модель зберігається вже понад два де-



сятиліття. Світова валютна система де-факто є бівалютною євро-доларовою. Причому на валютному ринку і в структурі офіційних резервів долар США випередив євро у співвідношенні понад 2:1. Після швидкого старту транскордонне використання євро стабілізувалося до середини першого десятиліття свого існування і під тиском боргової кризи в Європі може навіть почати здавати свої позиції. Використання євро значною мірою спирається на географічні та інституційні фактори і спостерігається в основному в країнах, що межують із зоною євро, і країнах, які мають спеціальні інституційні домовленості з ЄС або його державами-членами.

Боргова криза, що розпочалася у ряді країн єврозони у 2009 р., знизил темпи економічного зростання, спровокувала зростання безробіття, інфляції та похитнула позиції євровалюти. Криза єврозони демонструє, що дуже важко домогтися економічної інтеграції без досягнення інтеграції політичної. Майбутнє єврозони, і, можливо, будь-якого валютного союзу, полягає у фінансовому союзі, який в кінцевому рахунку веде до союзу політичного.

Долар США, з іншого боку, як і раніше, широко використовується в країнах Азії, Центральної та Південної Америки і решті країн світу. Враховуючи те, що економіка США є найбільшою в світі, а фінансові ринки – одними з найрозвиненіших, США залишаються найбільш адекватним постачальником національної резервної валюти.

Японська єна протягом декількох десятиліть користувалася статусом валюти-притулку. Як і раніше, вона широко використовується в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні. Однак за 2012–2013 рр. єна значно девальвувала на фоні агресивної програми кількісного пом'якшення банку Японії в рамках реалізації "Абеноміки" (програми прем'єр-міністра Японії Сіндзо Абе із відновлення економіки). Після азійської фінансової кризи 1997–1998 рр. японський уряд став більш сприяти процесу інтернаціоналізації єни, ніж у минулому. Але міжнародне використання єни продовжує стримуватися нормативними бар'єрами, проблемами японської фінансової системи, опором деяких японських фірм тощо. Зростанню впливу японської єни у світовій валютній системі перешкоджають як культурна відособленість Японії, так і значний обсяг державного боргу, який у 2013 р. становив 10,9 трлн дол. США і більш ніж удвічі перевищив ВВП. Наразі використання єни як резервної валюти носить вельми обмежений характер. У 2013 р. частка єни у валютних резервах країн світу становила лише 3,8%.

Економічна інерція також є фактором, який забезпечує збереження міжнародної ролі валюти. Зміна валютних уподобань найчастіше економічно не вигідна. Інерція є наслідком консервативної поведінки і неприйняття ризику економічними суб'єктами, коли вони зіштовхуються з невизначеністю, пов'язаною з вибором альтернативної валюти.

Розвиток міжнародних валют протягом минулого століття підтверджує тезу про те, що розмір країни в світовій економіці є основним фактором, який визначає міжнародну роль валюти, хоча не слід забувати про торговельні зв'язки, глибину і ліквідність фінансових ринків і відкритість рахунку операцій з капіталом. Історія показує, що провідні світові економічні сили, як правило, створюють світову валюту, як це було у випадку Сполученого Королівства в XIX і США в XX ст.

У контексті того, що на країни, які розвиваються, і країни з ринком, що формується, в сукупності припадало 50% світового ВВП (на основі паритету купівельної спроможності) у 2012 р. (38% світового ВВП на основі ринкових обмінних курсів), і ця частка, як очікується, становитиме понад 54% у 2017 р. (43% на основі ринкових обмінних курсів) [6, с. 33], регіональне значення та потенціал інтернаціоналізації мають такі валюти, як бразильський реал, китайський юань, індійська рупія, російський рубль і південноафриканський ранд (табл. 4).

Феномен валютної інтернаціоналізації країн з ринками, що формуються, привернув широку увагу в ході триваючих дебатів стосовно реформи глобальної валютної системи. Оскільки ці країни стають дедалі інтегрованішими в світове господарство, їхній внесок у зростання світової економіки, торгівлі та фінансових потоків швидко

збільшується, а глибина їхніх власних фінансових ринків зростає, можна очікувати, що роль їхніх валют у світовій валютній системі змінюватиметься. З'являється дедалі більше ознак їхнього використання в міжнародних угодах. Цей новий інтерес до нетрадиційних валют пояснюється фундаментальними чинниками та прагненням до більшої диверсифікації ризиків і активів.

Таблиця 4

**Окремі макроекономічні та фінансові індикатори країн з потенціалом інтернаціоналізації валюти**

Індикатор	Бразилія	КНР	Гонконг, Китай	Індія	Індонезія	Південна Корея	Мексика	Російська Федерація	Сингапур	ШАР	Туреччина
<b>Макроекономічні індикатори</b>											
Частка у світовому ВВП*	3,6	10,9	0,4	2,8	1,3	3,2	1,7	1,7	0,4	0,6	1,2
Зростання реально-го ВВП*	4,2	9,5	4,4	8,1	6,7	4,2	3,6	4,3	4,4	4,2	4,2
Інфляція*	4,9	2,6	3,4	5,2	4,8	3,3	3,1	7,2	2,5	5,0	5,2
Суверенний рейтинг**	BBB	AA-	AAA	BBB-	BB+	A+	BBB+	BBB	AAA	BBB	BB+
Відкритість рахунку операцій з капіталом	0,4	-1,1	2,5	-1,1	1,1	0,4	1,1	0,2	2,5	-1,1	0,1
Загальний обсяг торгівлі***	1,3	11,0	2,7	2,3	0,9	3,1	1,8	2,3	2,6	0,5	1,0
Гнучкість обмінного курсу	Плаваючий	Регульований	Валютне управління	Плаваючий	Плаваючий	Плаваючий	Плаваючий	Інше	Інше	Плаваючий	Плаваючий
<b>Фінансові індикатори</b>											
Фінансова глибина	1,6	7,2	1,6	1,1	0,3	1,2	0,5	0,8	0,5	0,5	0,4
Між. боргові цінні папери	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	...	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Оборот на світовому валютному ринку	0,3	0,7	4,1	0,5	0,1	0,7	0,5	0,9	5,7	0,3	0,4

*Примітки:* \* – середнє значення за 2011–2016 рр. (прогноз World Economic Outlook, IMF); \*\* – Standard & Poor's sovereign ratings 2014; \*\*\* – частка у загальному обсязі світового експорту та імпорту товарів і послуг, середнє значення за 2011–2016 рр. (прогноз WEO).

*Джерело:* складено за даними: Triennial Central Bank Survey: foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results [Електронний ресурс] / Bank for International Settlements, September, 2013. – Доступний з : <<https://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>>; Mohan, R. Debabrata, P.M., Kapur, M. Currency internationalization and reforms in the architecture of the international monetary system: managing the impossible trinity [Електронний ресурс] // The BRICS and Asia, currency internationalization and international monetary reform, paper № 5. – July 2013. – Доступний з : <[http://www.cigionline.org/sites/default/files/BRICS\\_ASIA\\_no5\\_1.pdf](http://www.cigionline.org/sites/default/files/BRICS_ASIA_no5_1.pdf)>; World Economic Outlook Database [Електронний ресурс] / International Monetary Fund. – Доступний з : <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/index.aspx>>; Standard & Poor's sovereign ratings 2014 [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.standardandpoors.com>>.

Таким чином, сьогодні поширюється тенденція до використання валют країн, що розвиваються, і країн з ринками, що формуються, в межах окремих регіонів. У контексті дослідження процесів трансформації глобальної валютної системи і переходу до полівалютної системи важливим є вивчення досвіду регіональної взаємодії у валютній сфері.

Одним із реалізованих проектів регіональних валют є південноамериканська валюта сукре (SUCRE) – спільна грошова одиниця альянсу ALBA (8 країн Латинської Америки і Карибського басейну). Ця валюта була введена у 2009 р. спільним рішенням глав держав і урядів країн ALBA і наразі використовується при взаємних безготівкових розрахунках за товари між країнами через центральну клірингову па-



лату і мережу авторизованих банків – членів палати. У готівковій формі ця валюта не випускається. Курс сукре прив'язаний до кошика валют країн – членів ALBA. Торгівля в сукре між країнами-членами в 2013 р. перевищила 850 млн дол. США [7]. На думку країн – учасників ALBA, нова грошова одиниця дозволить протидіяти фінансовій кризі і відмовитися від долара в регіональних операціях.

В африканській моделі фінансової інтеграції заслуговує на увагу досвід функціонування Єдиної валютної зони (СМА) – валютно-економічного союзу, що об'єднує ПАР, Лесото і Свaziленд, а також Співтовариства розвитку Півдня Африки (SADC) – торгово-економічного союзу 14 африканських країн, який у перспективі може стати валютним союзом.

На частку ПАР припадає приблизно 95% ВВП регіону. Південноафриканський ранд є законним засобом платежу всіх країн – членів Єдиної валютної зони. Національні валюти Лесото, Свaziленду та Намібії, яка входила в Зону до 1993 р., жорстко прив'язані до ранда. Це докорінно відрізняється від ситуації в Співтоваристві розвитку Півдня Африки, де всі країни (за винятком країн СМА) мають свої власні валюти і проводять незалежну грошово-кредитну політику. Проте SADC має амбітну програму економічної, в тому числі валютно-фінансової інтеграції. Процес валютної інтеграції, що сьогодні проводиться країнами-членами, в цілому нагадує процес валютної інтеграції, який відбувався в зоні євро: запланована конвергенція ряду макроекономічних змінних, зокрема, рівня інфляції, співвідношення дефіциту бюджету до ВВП, боргу державного сектора до ВВП тощо. Програма валютної інтеграції для країн Співтовариства передбачала створення центрального банку до 2016 р. і введення єдиної валюти до 2018 р. Та боргова криза в зоні євро змусила переглянути програму, оскільки стало очевидно, що у важкі часи валютний союз, який не супроводжується і не підтримується тією чи іншою формою фіскального союзу, наражається на значні ризики.

Арабські країни також формують регіональне валютне об'єднання. Ідея валютного союзу за прикладом єврозони обговорюється в Раді співробітництва Затоки (РСЗ) уже понад 15 років. Саудівська Аравія, Кувейт, Бахрейн і Катар домовилися про створення єдиного центрального банку й у листопаді 2013 р. в Ер-Ріяді було відкрито штаб-квартиру Валютної ради РСЗ, яка опікуватиметься його відкриттям і завершенням процесу створення валютного союзу. ОАЕ та Оман утрималися від входження у валютний союз. Через недостатню гармонізацію національних фінансових систем і нескоординовані антикризові заходи, вжиті членами майбутнього валютного союзу, дату введення єдиної валюти довелося відкласти спочатку до 2013 р., а потім і до 2015 р.

Єдина валюта країн Перської затоки є важливим інструментом у процесі їхньої економічної інтеграції. Проте реальний позитивний ефект від уведення єдиної валюти, ймовірно, буде значно меншим, ніж ефект від створення Єврозони, оскільки частка внутрішньорегіональної торгівлі цих країн становить менше 10%. Країни, що входять у РСЗ, можуть розраховувати на те, що за допомогою єдиної валюти союзу відбудеться поглиблення економічної інтеграції, яка стане потужним стимулом до зростання торгівлі та дозволить скоротити залежність від нафтодоларів.

Динамічне економічне зростання активізувало інтеграційні процеси в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні. Азійська фінансова криза 1997–1998 рр. спонукала країни АСЕАН+3, тобто 10 держав – членів АСЕАН плюс Китай, Корея та Японія, всерйоз розглядати перспективи співпраці у валютно-фінансовій сфері. У травні 2000 р. була запущена Чіангмайська ініціатива про створення системи двосторонніх своп-угол щодо взаємної підтримки національних валют. У березні 2010 р. Чіангмайська ініціатива стала багатосторонньою в результаті об'єднання сукупності двосторонніх угод про свопи в єдиний своповий договір, а з 2011 р. у Сингапурі діє регіональний підрозділ нагляду, який називається Центром макроекономічних досліджень АСЕАН+3. У межах АСЕАН+3 дискутуються проекти створення колективної розрахункової одиниці. Азійський банк розвитку запропонував створення азійської валютної одиниці (ACU) на

кшталт європейської валютної одиниці (ECU), попередника євро. АСУ формується за принципом кошика валют країн, частка яких пропорційно залежить від питомої ваги країн-емітентів у сукупному ВВП та обсягів взаємної торгівлі цього регіону.

Наразі існує конкурентне суперництво між Японією і Китаєм за статус лідера регіональних ініціатив валютної співпраці в Східній Азії. Хоча Японія була розробником концепції акю, зростання значення юаня як основної регіональної валюти в майбутньому може схилити чашу терезів на бік Китаю. Зважаючи на швидкий економічний розвиток Китаю і заходи, вжиті китайською владою задля міжнародного використання юаня, можна стверджувати, що юань може стати важливою міжнародною валютою в середньостроковій перспективі поряд з долларом США і євро, що призвело б до появи триполюсної міжнародної валютної системи.

Про поступову інтернаціоналізацію свідчить зростаюче використання юаня для виставлення рахунків та як розрахункової валюти для міжнародних торгових операцій Китаю. Хоча доллар США на сьогоднішній день залишається домінуючою валютою розрахунків у міжнародних торгових операціях Китаю, використання юаня значно збільшилось протягом декількох років у зв'язку з прагненням зменшити валютні ризики китайських компаній. З 2010 р. і до кінця 2012 р. розрахунки за торговельними операціями в юанях зросли практично з нуля до майже 10% [5, с. 45].

У Гонконзі почав функціонувати офшорний ринок облігацій, деномінованих в юанях і випущених за межами континентального Китаю – так званий ринок "дім сум". Більшість таких облігацій виражено в CNH (Chinese Yuan delivered in Hong Kong – китайські юані з поставкою у Гонконзі), але деякі з них прив'язані до CNY (китайські юані) і оплачені в доларах США. Хоча основна частина випуску таких облігацій, як і раніше, припадає на фірми з Китаю або Гонконгу, деякі не китайські транснаціональні компанії також випустили так звані облігації "дім сум", тим самим пропонуючи інвестиційні можливості для тримачів депозитів у юанях – нерезидентів.

Обмежене міжнародне використання юаня як резервної валюти є відображенням того факту, що він, як і раніше, значною мірою залишається неконвертованим для інвестиційних цілей. Лише деякі центральні банки почали включати активи в юанях до своїх резервних активів у рамках двосторонніх угод з Китаєм.

Незважаючи на швидкий розвиток, використання юаня в торгівлі і фінансових операціях в Азії залишається обмеженим порівняно з долларом США, який залишається основною міжнародною валютою в регіоні. Зокрема, 80% торгівлі в юанях здійснюється лише між материковим Китаєм і Гонконгом, що частково відображає торгівлю послугами обробки. Розрахунки за експорт у Китай, виражені в юанях, також перевищують розрахунки за імпорт з Китаю в юанях, оскільки частка підприємств-імпортерів Китаю, що бажають використовувати юані для розрахунків, досить велика, а от частка експортних підприємств, що бажають отримати за свою продукцію юані, а не іноземну валюту, дуже мала.

Подібний дисбаланс між платежами в юанях з Китаю і в Китай призвів до того, що на рахунках клієнтів гонконгських банків стали накопичуватися значні суми юанів. За даними Валютного управління Гонконгу, обсяг депозитів, номінованих у юанях, у 2013 р. перевищив 1 трлн юанів (164,57 млрд дол. США), збільшившись більш ніж утричі з 2010 р. [8].

Розширення міжнародного використання юаня є результатом зростання значення Китаю у світовій економіці. В 2010 р. Китай обігнав Японію, другу за величиною економіку після США за паритетом купівельної спроможності. Існують прогнози, що Китай може обігнати США до 2016 р. [5, с. 46]. Частка Китаю у світовій торгівлі зросла від 3% на початку 2000 р. до більш ніж 10% у 2013 р. За той же період імпорт США скоротився з 17 до 12%, а експорт – з 12 до майже 8% [9].

Ключову роль у сприянні міжнародному використанню юаня відіграє політика, спрямована на лібералізацію поточного і капітального рахунків Китаю. Зокрема, з 2008 р.



між Народним банком Китаю та іноземними центральними банками укладаються двосторонні своп-угоди. Ці кошти в основному призначені для забезпечення ліквідності в ситуаціях, коли іноземні імпортери тимчасово не в змозі отримати юані для розрахунків за торговельними угодами з китайськими експортерами.

Китайська влада також вжила заходів для підтримки використання юаня на фінансових ринках материкового Китаю та Гонконгу. Політичні ініціативи, вжиті владою Китаю, були спрямовані на становлення Гонконгу як офшорного фінансового центру та сприяння використанню юаня як резервної валюти для центральних банків іноземних держав. У 2011 р. Народний банк Китаю опублікував тріступеневу дорожню карту інтернаціоналізації юаня: спочатку юань повинен стати валютою міжнародних торговельних розрахунків, потім – валютою міжнародних інвестицій і, нарешті, стати міжнародною резервною валютою.

Лібералізація рахунку операцій з капіталом здійснюється китайською владою поступово, щоб не піддавати внутрішній фінансовий ринок ризику волатильного припливу капіталу. Хоча Китай, як і раніше, застосовує широкий контроль над операціями з капіталом, заходи контролю вибірково скасовуються. Зокрема, було дозволено участь нерезидентів на внутрішньому фінансовому ринку та імпорт технологій і ноу-хау. Таке ретельне дотримання послідовності лібералізації міжнародних операцій і внутрішніх фінансових реформ загалом відповідає нещодавнім рекомендаціям МВФ, де йдеться про те, що вигода від повної відкритості рахунку операцій з капіталом може бути отримана лише у випадку, якщо досягнуто граничного рівня внутрішнього фінансового та інституційного розвитку.

Тим не менше, подальший розвиток інтернаціоналізації юаня визначатимуть такі проблеми.

По-перше, у Китаю відсутні глибокі, широкі та ліквідні фінансові ринки, що є інструментами сприяння міжнародній ролі валюти. Ліквідність міжнародних фінансових активів, деномінованих в юанях, залишається низькою. Зокрема, за даними Банку міжнародних розрахунків, частка юаня в обороті на світовому валютному ринку в 2013 р. становила 2,2% [10, с. 10].

Ринки боргових інструментів в Китаї значно відстають за своїм розміром і ліквідністю від ринків боргових інструментів інших країн – емітентів провідних резервних валют, становлячи менше ніж 0,3% від загального обсягу міжнародних боргових цінних паперів [5, с. 49]. Між Китаєм і США залишається величезний розрив у сфері безпечних і ліквідних активів, таких як державні облигації. Ліквідність ринку китайських державних облигацій є особливо низькою. Коефіцієнт оборотності китайських державних облигацій на кінець 2013 р. становив 0,17, тобто в 14 разів нижче, ніж у державних облигацій США [11].

По-друге, фінансові ринки Китаю залишаються закритими. Міжнародний попит на фінансові активи, виражені в юанях, імовірно, залишиться обмеженим доти, поки інвестори не отримають більшу свободу щодо форм і обсягу інвестицій в Китаї. Обмежена конвертованість рахунку операцій з капіталом Китаю ускладнює його міжнародну фінансову інтеграцію, особливо порівняно з іншими емітентами міжнародних валют.

Головне питання полягає в тому, чи вдасться Китаю підтримувати швидке і стійке зростання у середньо- і довгостроковій перспективі. За даними Національного статистичного бюро КНР, зростання ВВП Китаю за 2013 р. становило 7,7%. Це стало найнижчим показником за останні 14 років. Подібний рекордно низький показник востаннє був зафіксований у 1999 р., тоді він становив 7,6%. Відтоді темпи зростання підвищувалися, становивши 10,1% у 2004 р. і 14,2% у 2007 р. [12]. Прогнози щодо темпів зростання ВВП Китаю на найближчі кілька років різняться. За прогнозами Світового банку, приріст ВВП Китаю в 2014 р. становитиме 7,7%, а в 2015–2016 рр. – 7,6%. За прогнозами МВФ, зростання ВВП Китаю в 2014 р. знизиться до 7,3% і надалі тільки продовжить сповільнюватися. Вже до 2017 р. воно знизиться до позначки



в 7%. Статус міжнародної валюти спирається на економічний динамізм країни, але лише у тандемі з ціновою і фінансовою стабільністю. Останні емпіричні дослідження вказують на існування "пастки середнього рівня доходу", тобто уповільнення швидко зростаючих країн із ринком, що формується, як тільки вони досягають середнього рівня доходу [13, 14]. Підтримання швидкого зростання в Китаї потребує подальших структурних реформ, щоб забезпечити плавний перехід до моделі зростання, заснованій більше на внутрішньому споживанні і розвитку швидше галузі сфери послуг, ніж інвестицій, експорту і виробництва. У свою чергу, це потребує розвитку внутрішньої фінансової системи Китаю, лібералізації рахунку операцій з капіталом і підвищення гнучкості обмінного курсу.

Таким чином, не виключено, що в середньостроковій і довгостроковій перспективі мультиполіаризація світу може привести до того, що ряд інших валют займе своє місце в світовій полівалютній системі, а долар, євро і китайський юань виступатимуть як конкуруючі валюти. Проте претензії на роль резервної валюти залишаться марними до тих пір, поки самі учасники ринку не затребують ці валюти як резервні. Наслідком може стати посилення взаємозалежності в глобальній економіці, що має місце сьогодні, або регіоналізація і фрагментація світової економіки.

У сучасних умовах в Україні для структурних перетворень доцільно запровадити курс на переорієнтацію на нові центри економічного розвитку, зокрема Китай, визначити орієнтири розвитку держави, сформувати модель національної інноваційної системи. Україна має враховувати зміни розстановки сил у світі та процеси трансформації глобальної валютної системи, а саме посилення позиції Китаю, зміни співвідношення долар-євро тощо. Для України в ситуації, що склалася, особливо важливими є питання структури золотовалютних резервів і переходу у розрахунках за зовнішньоекономічними операціями на інші іноземні валюти.

При формуванні валютної політики України слід взяти до уваги, що найпоширенішим рішенням для компенсації "недосконалості" валют стала поява індексів і кошків, що дозволяють створити деяку синтетичну валюту з двох або декількох існуючих валют. Банк Росії, наприклад, формулює свою політику валютного курсу щодо так званого бівалютного кошика (55 американських центів і 45 євроцентів на одиницю). Введення кошика в 2005 р. дозволило регулятору по-різному реагувати на ослаблення/підорожчання власне рубля і тенденції глобального ринку, пов'язані з ослабленням/підорожчанням долара проти інших глобальних валют. Сама структура кошика є деяким компромісом між простотою використання і розрахунків (тільки дві валюти) і функціональністю (на долар і євро припадає 35% світової економіки; єврозона – головний торговий партнер країни) [15].

Україні доцільно використати цей досвід формування валютної політики і формувати курс гривні на основі кошика різних валют з урахуванням структури зовнішньої торгівлі, враховуючи те, що за підсумками 2013 р. ЄС, Росія і Китай увійшли в трійку найбільших торговельних партнерів України. Їхній товарообіг з Україною становив, відповідно, 45,6; 38,2 і 10,6 млрд дол. США [16]. Краще формувати кошик не тільки відповідно до структури зовнішньоекономічних розрахунків, але й із урахуванням складу золотовалютних резервів НБУ, оскільки стабілізація курсу, особливо на початковій стадії переходу до мультивалютного кошика, має спиратися на проведення інтервенцій у відповідних валютах. Однак велика кількість валют ускладнює процеси регулювання, прогнозування і контролю над коливаннями валютного курсу.

При вирішенні питання визначення структури золотовалютних резервів України доцільно було б взяти до уваги дослідження Всесвітньої золотої ради (World Gold Council) щодо оптимізації портфелів центральних банків країн із ринком, що формується. У дослідженні окреслено тенденцію скорочення центральними банками частки активів, деномінованих в доларі США і євро. В 2000 р. частка долара США і євро становила 78% і знизилася до 74% у 2012 р. За прогнозами World Gold Council, ця

тенденція збережеться і типовий центральний банк країни з ринком, що формується, прагнучим до зниження частки долара США і євро до 65% [17].

За припущенням, що 65% резервного портфеля центрального банку становлять долар США і євро (47 і 18%, відповідно), у дослідженні визначено оптимальну структуру решти 35% резервного портфеля. Активи для цих 35% становлять традиційні (золото, британський фунт та японська єна) та альтернативні активи.

За результатами дослідження у 35% портфеля на частку альтернативних активів, а саме канадського долара, китайського юаня і австралійського долара припадає 5%, 4 і 3% відповідно. Традиційні резервні активи зайняли центральне місце в процесі диверсифікації з частками: золота – 8%, японської єни – 8%, фунта стерлінгів – 6% (рис. 1).

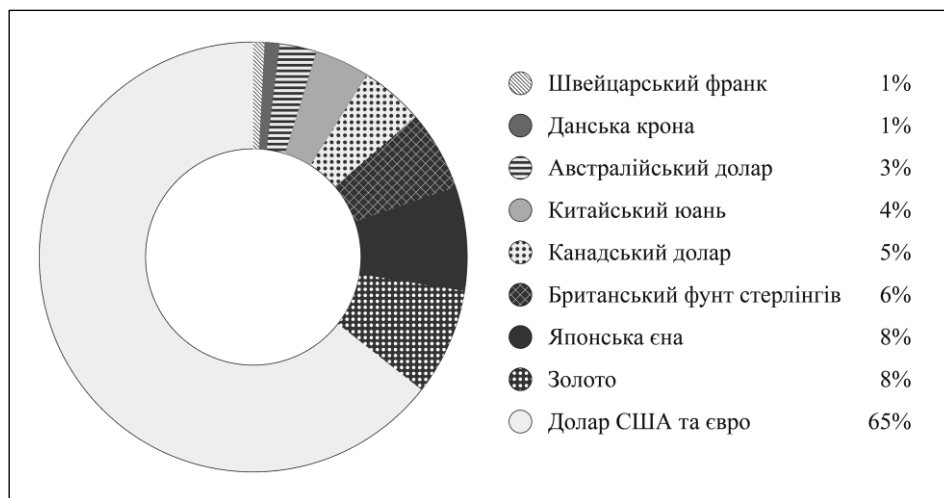


Рис. 1. Оптимальна структура резервного портфеля центрального банку

Джерело: складено автором за: Central bank diversification strategies: rebalancing from the dollar and euro [Електронний ресурс] / World Gold Council. – Доступний з : <<http://www.gold.org>>.

Однак в оптимальній структурі резервного портфеля можуть відбутися корективи у разі зміни валютної політики Китаю. Зокрема, в дослідженні також розглянуто сценарій, згідно з яким китайські ринки стають більш доступними для нерезидентів. У такому випадку частка юаню у резервному портфелі збільшиться з 4 до 11% (рис. 2).

Результати цього аналізу демонструють, що юань став домінуючим активом у структурі оптимального портфеля, тоді як золото майже не поступилося своїми позиціями, скоротившись з 8 до 7%, перевищуючи частку всіх інших активів за цим сценарієм.

Отже, в результаті гео економічних змін світового фінансового ландшафту дедалі посилюються тенденції переходу до багатополарної міжнародної валютної системи з формуванням кількох ключових валют, поширенням регіональних валют, зменшенням ролі долара США та посиленням позицій китайського юаня на світовій арені. Внаслідок зростання у системі світогосподарських зв'язків ролі регіональних об'єднань почав проявлятися феномен валютної інтернаціоналізації країн із ринками, що формуються, та посилення їхньої взаємодії у валютній сфері.

Дослідження процесів трансформації світової валютної системи, появи нових регіональних резервних валют і зміни структури світових валютних резервів дозволили сформулювати перспективні напрями управління золотовалютними резервами України. Зокрема, на думку автора, в середньостроковій перспективі слід посилити ступінь диверсифікації шляхом включення до складу міжнародних резервів України китайського юаня, а також варто поступово зменшувати частку доларових і євроактивів до рівня близько 65%. Збалансована структура міжнародних резервів сприятиме зміцненню валютно-фінансової позиції країни та зменшенню ступеня макроекономічної волатильності.

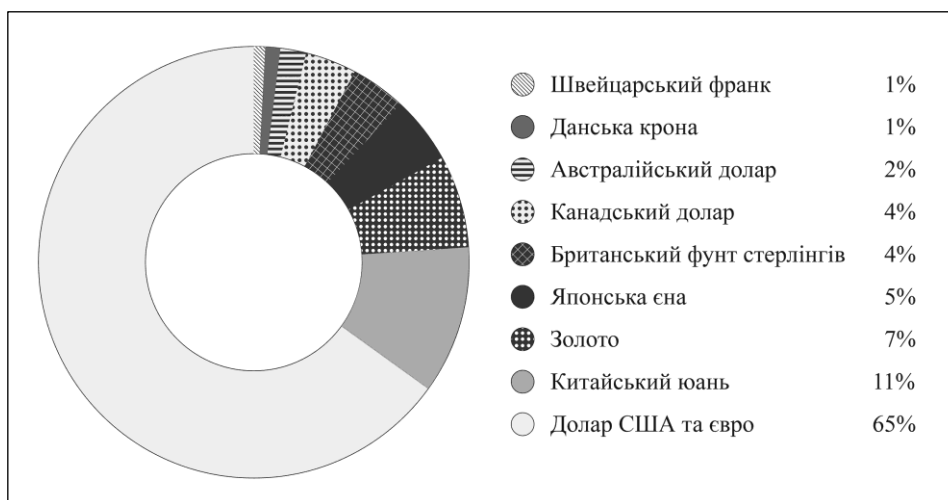


Рис. 2. Оптимальна структура резервного портфеля за умови лібералізації Китаю

Джерело: складено автором за : Central bank diversification strategies: rebalancing from the dollar and euro [Електронний ресурс] / World Gold Council. – Доступний з : <<http://www.gold.org>>.

### Список використаних джерел

1. World in 2050. The BRICs and beyond: prospects, challenges and opportunities. Pricewaterhouse-Coopers report [Електронний ресурс]. – January 2013. – Доступний з : <[http://www.pwc.com/en\\_GX/gx/world-2050/assets/pwc-world-in-2050-report-january-2013.pdf](http://www.pwc.com/en_GX/gx/world-2050/assets/pwc-world-in-2050-report-january-2013.pdf)>.
2. Global Development Horizons 2011 – Multipolarity: The New Global Economy. – Washington DC. – The World Bank, 2011. – 159 p.
3. The international role of the euro. July 2012 [Електронний ресурс] / European Central Bank. – Доступний з : <<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf?b5b89ecf8cd9a8e42efe4bc27df60e8d>>.
4. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER database) [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>>.
5. The international role of the euro. July 2013 [Електронний ресурс] / European Central Bank. – Доступний з : <<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role201307en.pdf>>.
6. Mohan R. Currency internationalization and reforms in the architecture of the international monetary system: managing the impossible trinity [Електронний ресурс] / R. Mohan, P.M. Debabrata, M. Kapur // The BRICS and Asia, currency internationalization and international monetary reform, paper № 5. – July 2013. – Доступний з : <[http://www.cigionline.org/sites/default/files/BRICS\\_ASIA\\_no5\\_1.pdf](http://www.cigionline.org/sites/default/files/BRICS_ASIA_no5_1.pdf)>.
7. Intercambio comercial con pagos en "suces" ha alcanzado \$850 millones durante 2013 [Електронний ресурс] / Sistema unitario de compensación regional de pagos. – Доступний з : <<http://www.sucrealba.org/index.php/noticias/139-noticia27082013>>.
8. Hong Kong Monetary Authority [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.hkma.gov.hk/eng/>>.
9. China and US battle for trade leadership [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://blogs.ft.com/ftdata/2014/01/10/china-and-us-battle-for-trade-leadership/>>.
10. Triennial Central Bank Survey: foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results [Електронний ресурс] / Bank for International Settlements, September, 2013. – Доступний з : <<http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>>.
11. Bond Turnover Ratio – China [Електронний ресурс]. – Доступний з : <[http://www.quandl.com/AVMI/BOND\\_TURN\\_RATIO\\_CHN-Bond-Turnover-Ratio-China](http://www.quandl.com/AVMI/BOND_TURN_RATIO_CHN-Bond-Turnover-Ratio-China)>.
12. National Bureau of Statistics of China [Електронний ресурс]. – Доступний з : <[www.stats.gov.cn/english](http://www.stats.gov.cn/english)>.
13. Eichengreen B. Growth slowdowns redux: new evidence on the middle-income trap [Електронний ресурс] / B. Eichengreen, D. Park, K. Shin // NBER Working Paper, № 18673, 2013. – Доступний з : <<http://www.nber.org/papers/w18673>>.



14. Eichengreen B. When fast-growing economies slow down: international evidence and implications for China [Електронний ресурс] / B. Eichengreen, D. Park, K. Shin // NBER Working Paper, № 16919, 2011. – Доступний з : <<http://www.nber.org/papers/w16919>>.
15. Иностранные валюты: в поисках надежных опций [Електронний ресурс] // Макроэкономические обзоры / Сбербанк России. – Доступний з : <<http://sberbank.ru>>.
16. Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.ukrstat.gov.ua/>>.
17. Central bank diversification strategies: rebalancing from the dollar and euro [Електронний ресурс] / World Gold Council. – Доступний з : <<http://www.gold.org>>.

Надійшла до редакції 28.02.2014 р.

*Терещенко С.В., канд. екон. наук*

*научний співробітник Інституту економіки і прогнозування НАН України*

#### **ФОРМИРОВАНИЕ ПОЛИВАЛЮТНОЙ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ**

Освещаются вопросы трансформации мировой валютной системы под влиянием ослабления экономик развитых стран и возрастающего значения экономик некоторых развивающихся стран. Исследуются изменения структуры мирового экономического порядка и таким образом – формирование поливалютной мировой финансовой системы. Рассмотрены перспективы появления новых региональных резервных валют, которые впоследствии могут завоевать международный статус. В совокупности эти процессы формируют вызовы для финансовой системы Украины, которые очерчены автором в данной статье (в частности, в сфере управления золотовалютными резервами).

**Ключевые слова:** *мировая поливалютная система, мультиполярность, региональная валюта, валютная интернационализация, резервная валюта, структура золотовалютных резервов.*

*S.Tereshchenko*

*PhD in Economics, Researcher, Institute for Economics and Forecasting, Ukrainian NAS*

#### **FORMATION OF A GLOBAL MULTICURRENCY FINANCIAL SYSTEM**

Discussions and reflections on the end of the Western domination era and the beginning of the transition to the new world order have intensified recently. Over the past thirty years, the world has changed significantly, resulting in the shift of the world's center power from developed to developing countries. The geopolitical and geo-economic changes of the world landscape determine the search of the guidelines of a global monetary reform. The transition to a multipolar international monetary system is a hot topic of expert discussions.

The aim of the paper is to investigate the processes of the formation of a multicurrency global financial system, to discover the main factors and implications of these processes, as well as to explain the challenges of global financial transformation for the currency policy in Ukraine.

The methodological basis of the paper is a set of economic and financial theories and scientific concepts based on the use of systematic, dialectical, comparative, analytical, empirical and structural methods.

This paper investigates the processes of the transformation of the global monetary system and its transition to a multicurrency system, regional cooperation in the monetary sphere and the phenomenon of emerging economies' currency internationalization. The author makes the conclusion that, in the medium and long term, the world's multipolarity will raise the role of other currencies in the world multicurrency system, while the dollar, euro and Chinese Yuan will compete with each other.

Practical results of the study, namely the recommendations about harmonization of the structure of foreign exchange reserves in Ukraine, can be introduced into the ongoing activities of the executive and the legislature.

The paper is written within the framework of the research project on "Impact of the global financial transformations on the currency and financial system of Ukraine".

**Key words:** *global multicurrency system, multipolarity, regional currency, currency internationalization, foreign reserves structure.*