

ОСОБЕННОСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ КНР

В статье приводится анализ целей и инструментов кредитно-денежной политики Китая. Вплоть до недавнего времени Китаю удавалось успешно решать сложную проблему одновременного сдерживания инфляции и предотвращения чрезмерного укрепления национальной валюты в условиях высокого активного сальдо торгового баланса. Российским денежным властям, также сталкивающимся с проблемой избыточного внешнего притока средств (нефтедоллары, займы и инвестиции), пока не удастся найти ее эффективного решения. Анализ опыта Китая в области денежно-кредитного регулирования и его сопоставление с отечественным позволяет сделать вывод о необходимости существенного пересмотра российскими денежными властями подхода к обеспечению сбалансированности денежного и валютного рынков. Такой пересмотр позволит замедлить темпы укрепления рубля, сбалансировать давление на цены и высвободить инвестиционные ресурсы бюджета.

Основные задачи денежно-кредитной политики КНР. Характер задач, решаемых денежно-кредитной политикой КНР, в значительной степени определяется следующими особенностями современной ситуации в денежно-кредитной сфере этой страны.

Масштабная несбалансированность платежного баланса повышает давление на обменный курс национальной валюты (в сторону укрепления) и денежный рынок (эмиссия, связанная с увеличением валютных резервов).

Чрезмерный рост сбережений стимулирует ускорение динамики кредитов и инвестиций, что в свою очередь повышает риск «перегрева» экономики. Высокий уровень сбережений и соответственно низкий уровень потребления приводят к жесткой зависимости (overdependens) экономического роста от инвестиций и экспорта. Последнее является потенциальным фактором макроэкономической неустойчивости.

Снятие ограничений на операции иностранных банков на китайском рынке (с 2007 г.) в соответствии с условиями вступления в ВТО создало опасность существенного ослабления позиций национальных финансовых институтов.

В этих условиях Народный банк Китая (НБК) концентрировал свои усилия на решении следующих задач:

– постепенное управляемое укрепление национальной валюты¹. С одной стороны, резкое укрепление юаня (рэнминби) приведет к ослаблению ценовой конкурентоспособности китайских товаров, что создаст риски для экономического роста. С другой – слишком жесткая фиксация курса не позволит эффективно контролировать инфляцию;

– сдерживание инфляции, что подразумевает стерилизацию эмиссии, связанной с увеличением валютных резервов;

– обеспечение сбалансированной динамики банковских кредитов предприятиям – предотвращение как дальнейшего ускорения, так и резкого замедления их роста. Учитывая высокую зависимость китайской экономики от кредитов, их жесткое торможение так же опасно, как и чрезмерный рост;

– стимулирование потребления путем развития потребительского и жилищного кредитования, прочих финансовых инструментов. Это должно способствовать диверсификации источников экономического роста;

¹ НБК не делает официальных заявлений относительно количественных ориентиров своей курсовой политики. Однако существует ряд заявлений представителей монетарных властей Китая, которые могут рассматриваться как адресованные участникам рынка сигналы о намерениях НБК. Так, в октябре 2006 г. член комитета по денежно-кредитной политике, старший советник НБК Фан Гань заявил о допустимости повышения курса юаня (рэнминби) на 30% в течение пяти лет.

– существенное повышение финансовой устойчивости и конкурентоспособности банковской системы, ее адаптация к условиям дерегулирования рынков.

В основном решаемые монетарными властями Китая задачи не противоречат друг другу (рис. 1). При этом ключевым элементом, обеспечивающим возможность одновременной реализации данных задач, является наличие эффективных инструментов стерилизации денежного предложения. Такие инструменты, позволяют, с одной стороны, снимать давление на денежный рынок, оказываемое ростом валютных резервов, с другой – ограничивать расширение кредитов предприятиям. Далее, ограничение расширения кредитов позволяет нормализовать риски банков и соответственно повысить устойчивость и конкурентоспособность последних. Наличие эффективных инструментов стерилизации обуславливает свободу действий монетарных властей в отношении покупки избытка предложения валюты на рынке. Последнее удерживает курс юаня (рэнминби) от нежелательного повышения.



Рис. 1. Схема взаимосвязи между задачами денежно-кредитной политики КНР

Однако такая схема решения задач имеет ограниченный временной горизонт применения. Эти ограничения связаны с усиливающимся по мере расширения масштабов стерилизации эффектом вытеснения кредитов из активов банков. Начиная с определенного его уровня такое вытеснение перестает вести к уменьшению их рисков и повышению устойчивости. В то же время оно может вызвать падение прибыльности и как следствие снижение инвестиционной привлекательности банковской системы². Кроме того, ослабляется чувствительность банков к рыночным сигналам, что препятствует эффективному перераспределению кредитных ресурсов в пользу наиболее перспективных секторов экономики. Следствием этого может стать ослабление конкурентных

² На это, в частности, указывает МВФ. При этом в ходе консультаций, осуществляемых в соответствии со Статьей IV Устава МВФ, значимость данных проблем была также признана представителями НБК. См.: People's Republic of China: 2006. Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion // International Monetary Fund, 2006, IMF Country Report No. 06/39. См. также: A Framework for Independent Monetary Policy in China, M. Goodfriend and E. Prasad, WP/06/111 // International Monetary Fund, 2006, WP/06/111.

позиций национальных финансовых институтов, а также замедление динамики экономического роста.

Успешное разрешение этой коллизии будет определяться возможностью повышения сбалансированности платежного баланса в стратегической перспективе, что уменьшит потребность в стерилизации; реформой регулирования банковской системы – замещением механизмов административного влияния рыночными – при сохранении ее управляемости и стабильности.

Действия монетарных властей Китая на протяжении последнего десятилетия характеризовались удачным сочетанием консервативного и инновационного подходов, достаточно успешно разрешавшим разнообразные проблемы (инфляции, дефляции, опасности «заражения» кризисом развивающихся рынков, «плохих долгов»). Это позволяет рассчитывать на позитивное разрешение и отмеченной выше коллизии.

Способы поддержания баланса на валютном рынке. Разрыв между притоком и оттоком средств на валютный рынок Китая продолжает увеличиваться. Это определяется нижеследующими тенденциями платежного баланса страны.

Быстрый рост активного сальдо торгового баланса. Начиная с 2005 г. расширение этого сальдо резко ускорилось. В 2007 г. по сравнению с 2004 г. торговое сальдо увеличилось в 4,4 раза.

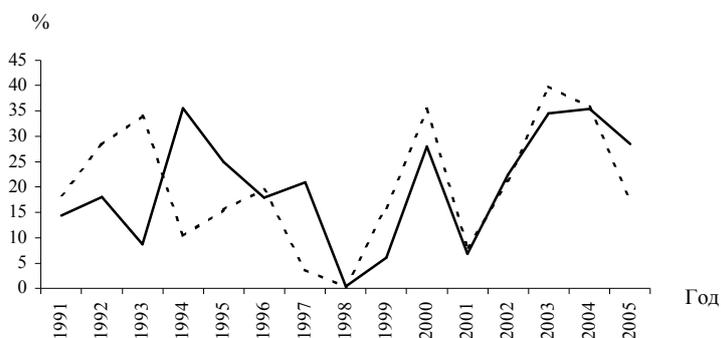


Рис. 2. Темпы прироста экспорта (—) и импорта (-----) (стоимостной объем, %)

На протяжении последнего десятилетия экспорт и импорт КНР развивались практически синхронно (рис. 2). Последнее связано с высокой включенностью китайской экономики в трансграничные производственные цепочки (импорт материалов, комплектующих и оборудования – экспорт готовых товаров). Результатом этой синхронности было относительно умеренное расширение сальдо торгового баланса – не выше темпов увеличения ВВП (рис. 3).

%

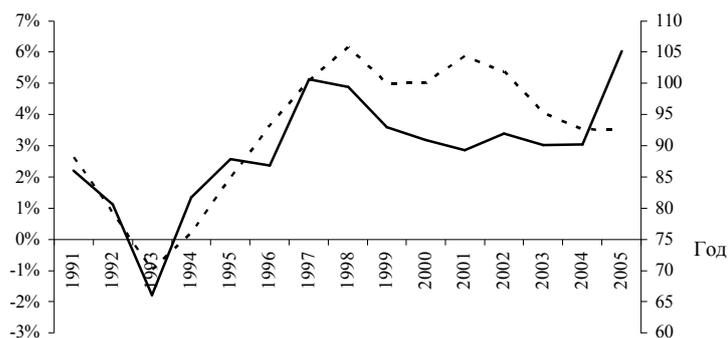


Рис. 3. Сальдо торгового баланса (—) (в % к ВВП) и реальный обменный курс юаня (----) (2000=100%)

Однако начиная с 2005 г. в связи с тем, что национальная промышленность достигла нового уровня технологической конкурентоспособности, заметно усилились процессы импортозамещения. Это ведет к заметному отставанию динамики импорта от динамики экспорта и соответственно к быстрому увеличению профицита торгового баланса.

Данный процесс в значительной мере опирается на новую волну прямых иностранных инвестиций (рис. 4). Что касается воздействия курсовой политики, то оно, вероятно, играет достаточно ограниченную роль.

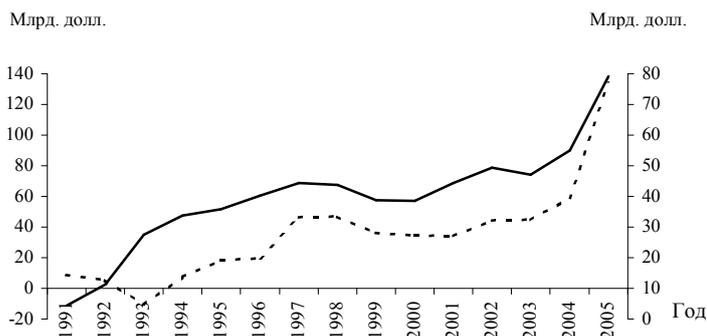


Рис. 4. Прямые иностранные инвестиции (—) (правая шкала) и сальдо торгового баланса (-----) (левая шкала)

Растущий приток иностранных инвестиций. После вступление Китая в ВТО в 2001 г. началось новая волна притока зарубежных инвестиций (рис. 5). С 2004 г. к интенсивно расширяющемуся объему прямых инвестиций добавился масштабный приток кредитов и займов, а также портфельных вложений (табл. 1).

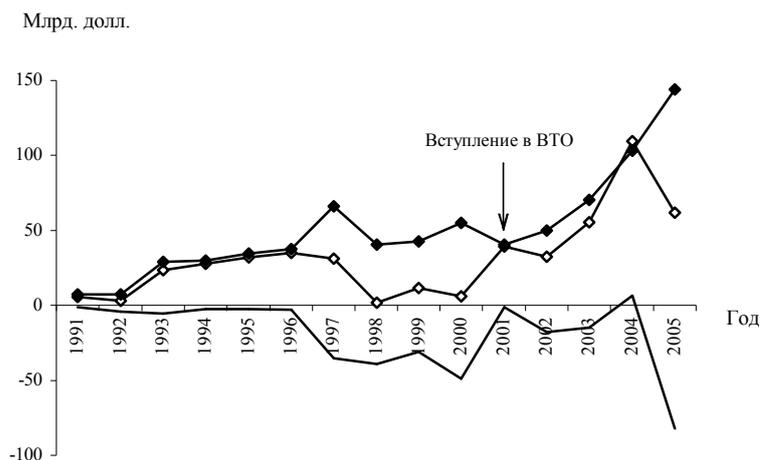


Рис. 5. Сальдо операций предприятий, финансовых организаций и домашних хозяйств с финансовыми инструментами:

—◇— сальдо; —◆— обязательства; — активы

Таблица 1

Основные параметры платежного баланса КНР, млрд. долл.

Параметр	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Счет текущих операций	35,4	45,9	68,7	160,8
Торговый баланс	44,2	44,7	59,0	134,2
экспорт	325,7	438,3	593,4	762,5
импорт	-281,5	-393,6	-534,4	-628,3
Баланс услуг	-6,8	-8,6	-9,7	-9,4
Баланс прочих текущих операций	-2,0	9,8	19,4	36,0
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами*	39,8	70,7	137,5	46,5
Капитальные операции	0,0	0,0	-0,1	4,1
Финансовые активы	-17,7	-14,8	6,7	-86,4
прямые инвестиции	-2,5	0,2	-1,8	-11,3
портфельные инвестиции	-12,1	3,0	6,5	-26,2
прочие инвестиции (кредиты и займы, др.)	-3,1	-17,9	2,0	-48,9
Финансовые обязательства	50,0	70,3	103,1	143,9
прямые инвестиции	49,3	47,1	54,9	79,1
портфельные инвестиции	1,8	8,4	13,2	21,2
прочие инвестиции (кредиты и займы, др.)	-1,0	12,0	35,9	44,9
Чистые ошибки и пропуски*	7,5	18,0	26,8	-16,4
Прирост международных валютных резервов	-75,2	-116,6	-206,2	-207,3

* Предполагается, что их величина отражает объем скрытого вывоза (ввоза) капитала.

Быстрый рост доходов от зарубежных вложений, а также денежных переводов из-за рубежа. К 2005 г. сумма поступлений доходов и текущих трансфертов из-за рубежа достигла 70 млрд. долл. и продолжает расти. При этом на протяжении последних лет их объем увеличивается на 40% в среднем за год.

В условиях расширения притока валюты по различным каналам монетарные власти Китая используют два основных способа поддержания баланса на валютном рынке.

Первый из них – стимулирование вложений компаний, банков и индивидуальных инвесторов в иностранные активы. С этой целью проведена существенная либерализация правил, регулирующих трансграничные капитальные потоки и операции с валютой. К основным направлениям изменений относятся:

- ослабление ограничений на вложения физических лиц в валютные активы, а также на оплату услуг в иностранной валюте;
- расширение возможностей покупки валюты предприятиями и накопления ими остатков на валютных счетах;
- упрощение порядка осуществления прямых зарубежных инвестиций китайских фирм (отмена лимитов на покупки валюты для инвестиций и др.);
- предоставление китайским банкам значительной свободы по размещению средств на международных рынках за собственный счет;
- ослабление ограничений на операции страховых организаций с ценными бумагами на зарубежных рынках;
- создание эффективного канала для размещения физическими лицами и компаниями портфельных инвестиций в зарубежные активы – системы банков и инвестиционных фондов, имеющих лицензию квалифицированных внутренних институциональных инвесторов (Qualified Domestic Institutional Investors, QDII)³.

Накопленная величина зарубежных китайских инвестиций приблизилась к 0,5 трлн. долл. Число предприятий с участием китайского капитала за пределами КНР превысило 10 тыс. Более половины прямых инвестиций вложены в компании со 100-процентным китайским участием в капитале, при этом около 90% вложений приходится на телекоммуникации, автомобилестроение и освоение природных ресурсов.

Второй способ поддержания баланса – покупки избытка предложения валюты в официальные резервы. В 2007 г. по сравнению с 2003 г. масштаб этих покупок вырос более чем в 4 раза. По величине накопленных резервов Китай обогнал Японию и занял первое место в мире. К началу 2008 г. объем резервов приблизился к 1,5 трлн. долл.

При этом монетарные власти Китая не расценивают накопление резервов в качестве самоцели. Рассматриваются следующие основные варианты размещения части средств из этих резервов: капитализация пенсионной системы; оздоровление балансов банков и реструктуризация государственных предприятий; вложения в инфраструктурные проекты; формирование нефтяных резервов⁴; инвестиции в зарубежные предприятия и высокодоходные зарубежные инструменты.

В 2007 г. Китай создал государственную инвестиционную компанию CIC (China Investment Corporation), выделив в ее активы 200 млрд. долл. из валютных резервов. Набор доступных инструментов для данной компании довольно широк. Активы фонда могут быть вложены в стратегически важные для Китая отрасли за рубежом: нефтедобычу и переработку, металлургию, энергетику.

CIC приобрела 10% одного из крупнейших американских инвестиционных фондов – Blackstone. Хотя в результате кризиса на американских рынках приобретения CIC в финансовом секторе не принесли прибыли, однако они могут иметь важное стратегическое значение – обеспечение трансфера технологий и компетенций в китайский финансовый сектор.

Политика НБК на валютном рынке обеспечивает достаточно плавную динамику обменного курса юаня (рэнминби).

Способы решения проблемы стерилизации избыточной ликвидности. Условия, в которых монетарные власти Китая осуществляют регулирование денежного предложения, характеризуются следующими основными моментами.

³ С апреля 2006 г.

⁴ В настоящее время реализуется программа по формированию стратегических нефтяных резервов КНР.

1. Высокий уровень сбережений определяет интенсивную динамику спроса на деньги, прежде всего, со стороны населения (около половины прироста депозитов). Это обуславливает способность экономики «поглощать» значительные объемы денежного предложения без существенных инфляционных последствий.

2. Значимым, с точки зрения инфляционных процессов, фактором остается динамика банковских кредитов предприятиям. Последние оказывают сильное влияние на рост спроса со стороны производственного сектора, что в свою очередь может воздействовать на цены продукции производственно-технического назначения. С определенным лагом это может сказываться и на потребительских ценах. Расширение валютных резервов формирует масштабный приток на рынок денежной ликвидности. Даже с учетом высокой способности экономики к неинфляционному абсорбированию денег такой приток является избыточным. Так, в 2004-2005 гг. при отсутствии стерилизации этот приток обуславливал бы увеличение денежного предложения (резервных денег) на 31% ежегодно. В то же время расширение спроса на деньги (денежную массу M2X) составляло около 16% за год.

4. Значительный масштаб банковской системы (табл. 2) существенно расширяет рамки маневра монетарных властей по управлению денежным предложением. Появляется возможность отвлечения из оборота банковской системы больших объемов ликвидности без существенной нагрузки на ее устойчивость, а также активного использования политики процентных ставок.

Таблица 2

Относительный масштаб банковских систем различных стран
(2005 г., в % к ВВП)

Группа стран, страна	Активы*	Кредиты нефинансовому сектору	Собственный капитал
Еврозона	270,9	119,6	16,4
Китай	187,8	114,9	7,7
Канада	168,8	126,4	7,7
Япония	166,1	101,1	-
Респ. Корея	114,6	92,3	7,6
США	103,2	57,9	9,9
Чехия	87,4	36,3	10,7
Венгрия	80,8	51,7	7,6
Индия	64,7	41,2	-
Бразилия	64,3	32,9	14,9
Мексика	59,0	16,3	4,3
Польша	51,7	27,5	6,1
Россия	38,0	26,6	6,9

* Без учета межбанковских операций.

Для решения задачи балансирования денежных спроса и предложения НБК применяет весьма широкий набор инструментов как стандартных для международной практики, так и специальных, адаптированных к особенностям национального рынка. При этом НБК отдает предпочтение комплексному управляющему воздействию – использованию нескольких инструментов одновременно. Последнее позволяет избегать слишком резких нагрузок на устойчивость рынков и банковской системы, неизбежных в случае использования для достижения целей регулирования одного какого-либо инструмента.

К используемым НБК *стандартным инструментам управления денежным предложением* относятся:

- эмиссия собственных облигаций НБК (PBC bills);

- операции на межбанковском рынке сделок «репо»⁵;
- регулирование ставок рынка необеспеченных межбанковских кредитов (СНIBOR);
- переучет (дисконтирование) коммерческих ценных бумаг и долговых обязательств;
- покупка-продажа государственных ценных бумаг;
- операции валютного свопа;
- изменение величины нормативов обязательного резервирования привлеченных средств банков.

Первые четыре типа операций позволяют НБК регулировать сетку рыночных ставок по широкому диапазону сроков и разным типам инструментов денежного рынка.

Наиболее часто используемая НБК для регулирования денежного предложения комбинация инструментов включает в себя эмиссию собственных облигаций, операции типа «репо» с краткосрочными собственными облигациями и с долгосрочными облигациями министерства финансов. Разделение функций между различными инструментами выглядит следующим образом. Эмиссия облигаций НБК в основном выполняет функцию «грубой настройки» величины резервных денег (денежной базы). Другие инструменты обеспечивают: «тонкую настройку» этой величины; управление денежным мультипликатором⁶; регулирование рыночных процентных ставок; управление рисками денежных рынков.

Эмиссия облигаций НБК в последние три года является наиболее мощным инструментом регулирования величины денежного предложения.

Величина эмиссии облигаций НБК превышает величины эмиссий облигаций правительства, банков и компаний вместе взятые. Их доля в активах кредитных организаций стремительно растет (рис. 6).

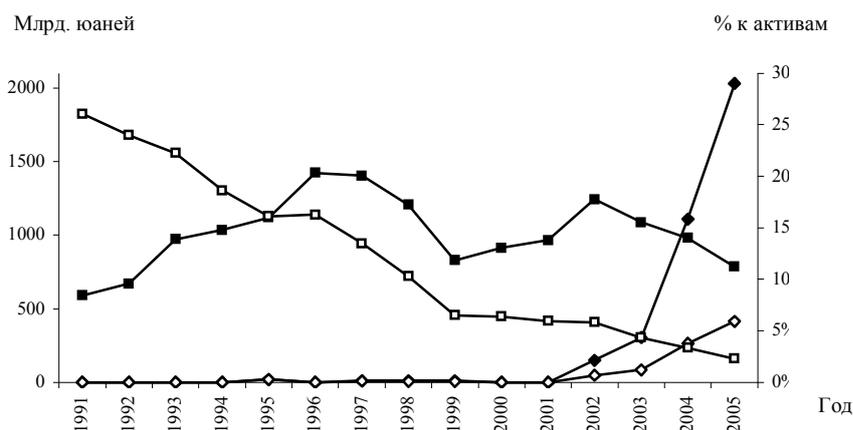


Рис. 6. Объем облигаций НБК в активах и кредитов НБК в пассивах кредитных организаций:
 –◆– облигации НБК; –■– кредит НБК; –◇– облигации НБК (правая шкала);
 –□– кредит НБК (правая шкала)

⁵ Сделка типа «репо» – продажа ценных бумаг с обязательством обратного выкупа через определенный срок по фиксируемой цене.

⁶ Денежный мультипликатор – коэффициент трансформации с помощью банковской системы денег, созданных центральным банком (резервных денег), в деньги у населения и небанковских организаций. Рассчитывается как отношение денежной массы к резервным деньгам (денежной базе).

НБК эмитирует краткосрочные (три месяца), среднесрочные (шесть месяцев, год) и долгосрочные (три года) облигации. Преобладают среднесрочные выпуски, несколько меньшую роль играют краткосрочные, а долгосрочные эмитируются крайне редко.

Регулируя уровень денежной ликвидности в экономике, НБК активно варьирует не только объемы эмиссии и ставки размещения, но и структуру эмиссии по срокам обращения. В условиях существенного на рынке избытка ликвидности НБК обычно принимает решение об увеличении доли сравнительно «длинных» выпусков.

Эффективность управления денежным предложением с помощью облигаций НБК обусловлена высокой ликвидностью (торгуемостью) этого инструмента. На последнюю в свою очередь воздействуют:

- развитая инфраструктура рынка облигаций, создающая благоприятные возможности для их вторичного оборота;
- развитый рынок сделок типа «репо» с облигациями, позволяющий их держателям использовать такие ценные бумаги в качестве обеспечения в случае потребности в привлечении денежных средств;
- реформа банковского сектора; необходимость выхода банков на целевые параметры достаточности капитала стимулирует их к замещению рискованных активов (в первую очередь кредитов) малорискованными, включая облигации НБК.

Реализация центральным банком собственных облигаций происходит через систему посредников – первичных дилеров, включающую более полусотни банков, инвестиционных и страховых компаний, кредитных кооперативов и других организаций. Первичные дилеры от своего имени и по поручению клиентов подают заявки на еженедельно проводимые НБК аукционы. При этом проводятся аукционы двух типов: с фиксированной ставкой и с фиксированным объемом предложения облигаций.

Ставки по эмитируемым НБК облигациям держатся на достаточно низком уровне: в настоящее время – около 2,5% по годовым бумагам, а в целом на протяжении последних трех лет – колеблются в интервале 1,2-3,5%.

Операции на рынке сделок «репо» служат НБК для «тонкого» (на ежедневной основе) регулирования ставок и объема денежного предложения. Рынок сделок «репо», как и рынок облигаций, обладает высокой ликвидностью и масштабами (годовой оборот выше 20 трлн. юаней). На рынке используются два типа контрактов: *zhiyashi* – без смены собственника ценных бумаг (бумаги де-факто выступают в качестве залога по кредиту) и *maiduan* – со сменой собственника. В целом на рынке доминирует первый тип контрактов, причем достаточно краткосрочных – сроком до недели. Последний тип контрактов позволяет участникам управлять своими процентными и курсовыми рисками. Эти контракты, как правило, заключаются на срок от одного до трех месяцев.

Основным ориентиром рынка считается ставка по 7-дневным контрактам. Именно эту ставку стремится регулировать НБК, проводя интервенции на рынке. В качестве дополняющих ориентиров НБК рассматривает ставки по 14- и 28-дневным контрактам. Основными видами ценных бумаг, участвующих и в сделках НБК, являются облигации министерства финансов и самого НБК.

В зависимости от ситуации НБК использует рынок сделок «репо» как для расширения предложения денег (покупка ценных бумаг на срок), так и для его сужения (продажа ценных бумаг на срок).

Регулирование ставок рынка необеспеченных межбанковских кредитов (SHIBOR). НБК не участвует в операциях на данном рынке. Тем не менее НБК целенаправленно регулирует ставки SHIBOR, увеличивая или уменьшая денежное предложение с помощью операций на других рынках. Ставки данного рынка

(прежде всего, по 7-дневным кредитам) рассматриваются НБК в качестве одного из основных операционных ориентиров денежно-кредитной политики.

Переучет коммерческих векселей и других обращаемых долговых обязательств. В отличие от центральных банков развитых стран, в последние десять лет использующих данный инструмент лишь в исключительных случаях, НБК активно применяет рефинансирование негосударственных обращаемых долговых обязательств в качестве инструмента управления денежным предложением. Этому способствует наличие достаточно развитого межбанковского рынка коммерческих и банковских векселей. Рынок обеспечивает стандартизацию обращающихся долговых обязательств банков и предприятий, что упрощает оценку рисков по ним и соответственно расширяет возможности их рефинансирования со стороны НБК.

Использование переучета долговых обязательств в качестве действенного инструмента денежной политики предполагает поддержание ставки рефинансирования на уровне, более низком, чем ставки по банковским кредитам конечным заемщикам. Только в этом случае подобный инструмент может быть востребован рынком.

Покупка-продажа государственных ценных бумаг со стороны НБК не играет значимой роли в качестве источника расширения или стерилизации денежного предложения. В основном эти операции проводятся для оказания поддержки государству при размещении ценных бумаг и для предотвращения резких колебаний рынка. В частности, ярким примером такой поддержки стала покупка НБК выпущенных в 2002 г. сроком на 30 лет облигаций министерства финансов, которые в силу низкой доходности и высоких сроков не находили спроса на рынке. Действия НБК позволили предотвратить существенные убытки банков-андеррайтеров и нежелательное падение рыночной стоимости данных бумаг.

Изменение величины нормативов обязательного резервирования по привлеченным средствам банков является одним из основных инструментов регулирования денежного мультипликатора (отношения денежной массы к денежной базе). В последние четыре года НБК активно использует его для сдерживания роста денежных агрегатов.

Проводимая монетарными властями Китая политика повышения нормативов обязательного резервирования идет вразрез с общемировой тенденцией последнего десятилетия. Повышение нормативов обязательного резервирования означает увеличение «вмененных издержек», возникающих у банков при привлечении депозитов. Это, при прочих равных условиях, ведет к снижению международной конкурентоспособности национальных кредитных организаций. Последнее обстоятельство стимулирует монетарные власти других стран к снижению данных нормативов.

Возможность НБК реализовывать оригинальную политику в этой сфере обусловлена низким уровнем депозитных ставок китайского рынка. Последнее обеспечивает достаточную «дешевизну» привлечения банками средств, даже в условиях повышающихся нормативов резервирования.

Используемые НБК *специальные инструменты управления денежным предложением* включают:

- «руководящее окно» (window guidance);
- «штрафные облигации» (penalty bonds);
- систему базовых и предельных процентных ставок по кредитам и депозитам;
- дифференцированные ставки обязательного резервирования.

Данные инструменты обеспечивают: управление денежным мультипликатором и динамикой кредитов; управление структурными эффектами (переориентация денежных потоков в те или иные секторы экономики).

Последняя функция монетарного управления, реализуемая с помощью специальных инструментов, особенно важна. Значимые риски для ценовой и финансовой стабильности КНР обуславливаются интенсивным ростом кредитования отдельных переинвестированных (*over invested*) секторов. Однако стандартные монетарные инструменты малоэффективны для решения структурных задач, поскольку ориентированы на управление денежным предложением и динамикой кредитов в целом. Специальные инструменты, за исключением «штрафных облигаций», не предполагают проведения операций НБК на денежных рынках. Это позволяет избегать издержек, неизбежно возникающих при операциях на данных рынках (выплата процентов, потери от непогашения размещенных кредитов и др.). Как следствие использование специальных инструментов снижает общую «стоимость» монетарного регулирования.

«Руководящее окно» (*window guidance*)⁷: управление кредитной политикой отдельных банков путем указания на желательность ее корректировки, без применения мер принуждения. Применяется к банкам, не нарушающим законодательных и нормативных требований, но проводящих рискованную с точки зрения системной финансовой стабильности политику.

В 1960-1980-е годы подобный способ воздействия активно применял Банк Японии, в отдельные периоды – Резервный банк Австралии. В последние годы в политике монетарных властей развитых стран данный инструмент практически не используется.

Что касается монетарных властей Китая, то они придают ему особую значимость⁸, активно применяя для предотвращения чрезмерного роста кредитования строительства (в отдельных регионах), производителей стали, алюминия, цемента и других переинвестированных секторов. Также сдерживается концентрация банковских ресурсов в кредитовании отдельных крупных предприятий-заемщиков, а также отдельных регионов. Одновременно стимулируется переориентация средств в пользу финансирования малого и среднего бизнеса, аграрного сектора, потребительского и образовательного кредитования.

«Штрафные облигации» (*penalty bonds*) – специальные низкодоходные облигации НБК, покупка которых вменяется в обязанность банкам, превышающим определенный предел показателей динамики кредитов. Ставки по *penalty bonds* устанавливаются приблизительно на 0,5 проц. п. ниже, чем по «обычным» облигациям НБК.

Система базовых и предельных процентных ставок по кредитам и депозитам. С целью ограничить кредитную экспансию, а также чрезмерный приток депозитов в банковскую систему монетарные власти Китая фиксируют нижний предел (*floor*) ставок по банковским кредитам и верхний предел (*ceiling*) ставок по банковским депозитам. Кроме того, НБК устанавливает базовые (*benchmark*) процентные ставки по кредитам и депозитам различных сроков. Хотя эти ставки имеют рекомендательный характер, их изменение оказывает сильное воздействие на процентную политику банков. Начиная с 2004 г. НБК проводит политику повышения базовых ставок, нацеленную на сдерживание роста кредитов.

⁷ Иное широко используемое название – «уверещание» (*moral suasion*).

⁸ См. *People's Bank of China. China Monetary Policy Report, 2004-2006.*

Дифференцированные ставки обязательного резервирования, введенные с 2004 г. НБК, установлены в зависимости от финансовых показателей банков. Данная система играет роль «встроенного стабилизатора», ограничивающего дальнейшую кредитную экспансию банков, проводящих рискованную кредитную политику. Регулируя степень дифференциации ставок резервирования, НБК может выборочно сдерживать рост кредитов в наиболее рискованных сферах. Таким образом, данный инструмент, наряду с «руководящим окном», позволяет НБК решать задачи управления структурными эффектами расширения денежного предложения.

Эффективность регулирования денежного предложения со стороны НБК может быть оценена как высокая. Во-первых, удалось успешно стерилизовать резко возросшую с 2004 г. эмиссию, связанную с расширением покупок валюты в официальные резервы (рис. 7).

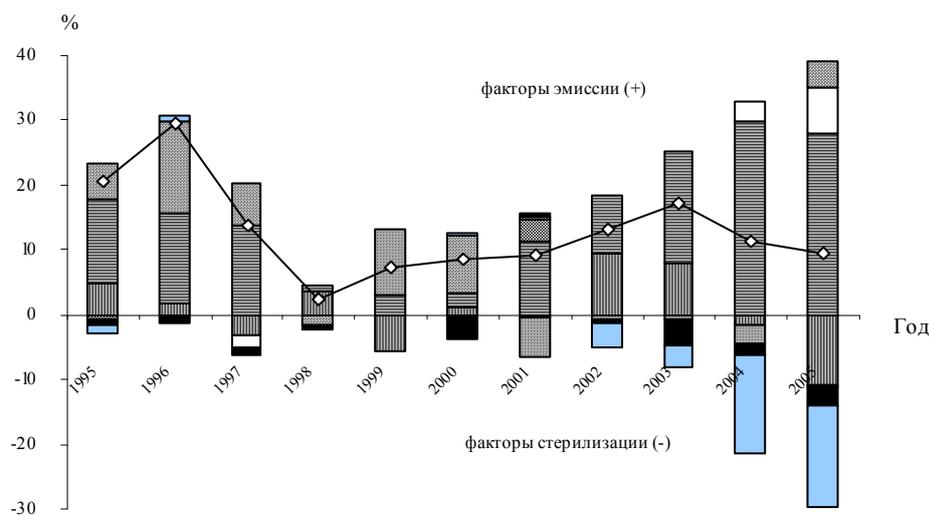


Рис. 7. Прирост денежного предложения (резервных денег) и его основные факторы (в % к объему резервных денег на начало периода):

- облигации НБК; ■ депозиты правительства; ■ кредиты НБК банкам;
- кредиты НБК небанковским институтам; ■ вложения НБК в обязательства правительства; ■ прирост золотовалютных резервов;
- ▨ прочие операции НБК; —◇— резервные деньги (денежная база), всего

Коэффициент стерилизации эмиссии существенно увеличился, достигнув качественно нового уровня – 70% (рис. 8). В результате, темпы роста денежного предложения (резервных денег) не только не повысились, но даже снизились.

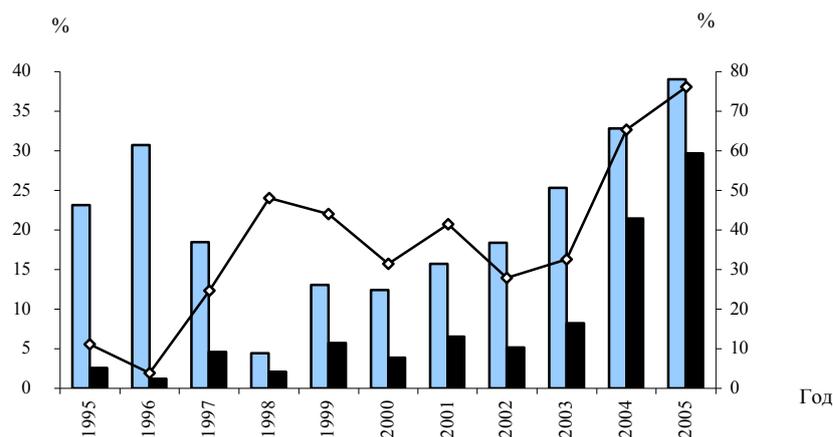


Рис. 8. Объемы эмиссии и стерилизации (в % к объему резервных денег на начало периода), их соотношение: ■ эмиссия; ■ стерилизация; —◇— стерилизация/эмиссия (правая шкала)

При этом данный результат стал возможным почти исключительно за счет использования НБК собственных инструментов регулирования денежного предложения (облигации, операции на рынке «репо» и др.). Стерилизация за счет инструментов расширенного правительства (накопление средств на депозитах правительства в НБК) была минимальной.

Во-вторых, удалось нормализовать динамику банковских кредитов предприятиям, вносящую определенный вклад в повышение цен производителей. Темпы роста кредитов снизились с 21% в 2003 г. до 9-14% в 2004-2006 гг.

При этом снижение динамики кредитов произошло в условиях сохранения устойчиво высокого роста срочных депозитов в коммерческих банках (2004-2006 гг. – 18% в среднем за год). Такая ситуация вплоть до недавнего времени не была характерной для китайской банковской системы, достаточно оперативно трансформировавшей приток сбережений в увеличение кредитов (рис. 9).

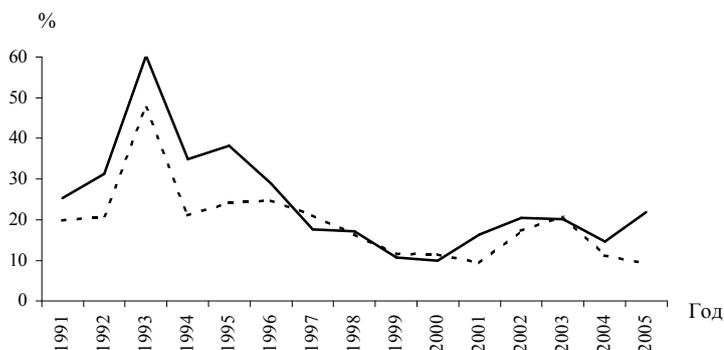


Рис. 9. Темпы прироста банковских кредитов (-----) и срочных депозитов (—) в банках

Столь значительный разрыв между динамикой кредитов и ресурсной базы банковской системы – результат целенаправленного воздействия со стороны НБК, сдерживавшего кредитную экспансию посредством управления через

«руководящее окно», использования «штрафных облигаций» и других специальных и стандартных инструментов.

В-третьих, несмотря на существенный рост масштабов стерилизации, удалось избежать снижения ликвидности банковской системы в целом и появления дефицита ликвидности у отдельных групп банков. Напомним, что в ряде стран, предпринявших попытки резкого сдерживания роста денежного предложения (включая Россию в 2004 г.), это вело к падению ликвидности банковской системы и ее последующей дестабилизации.

Успешная адаптация банковской системы Китая к новой ситуации была обусловлена сочетанием стерилизации с интенсивным рефинансированием НБК банков и других финансовых организаций («репо», переучет векселей и др.). В таком сочетании НБК удавалось одновременно абсорбировать ликвидность у банков, имеющих ее избыток, и пополнить в банках с недостаточным уровнем ликвидности.

Особенности реализации основных задач денежно-кредитной политики в условиях реформирования банковской системы. Стерилизация денежного предложения, осуществляемая преимущественно путем нагрузки на банковский сектор, происходит в условиях реформирования данного сектора. В среднесрочной перспективе такая ситуация не противоречит сохранению его устойчивости, однако в дальнейшем она может стать источником возникновения ряда проблем.

Положение банковского сектора КНР определяется следующими основными факторами (рис. 10).

1. Банковский сектор играет одну из ключевых ролей в экономике, по существу служит одной из опор «китайской модели» развития. Дешевый и масштабный кредит в сочетании с низкими налогами создает сильные стимулы к развитию бизнеса. Одновременно он служит проводником структурной и социальной⁹ политики, компенсируя сравнительно невысокий уровень перераспределения финансовых ресурсов через бюджет.

2. Основным фактором, обуславливающим масштаб банковского сектора и его значительную роль, является традиционно высокий уровень сбережений в китайской экономике (2005 г.: валовые сбережения – более 50% ВВП).

3. Следствием нагрузки на банковский сектор, связанной с использованием его в качестве инструмента структурной и социальной политики, а также одного из ключевых источников налоговых доходов, стало накопление значительного объема просроченных кредитов¹⁰ и низкий уровень капитализации банков¹¹. Финансовая устойчивость банков в этих условиях поддерживается вследствие длинных сроков привлекаемых средств и высокого уровня доверия со стороны вкладчиков.

4. Снятие с 2007 г. значительной части ограничений на операции зарубежных финансовых институтов на рынках Китая повышает уязвимость банковского сектора. Сохранение его финансовой устойчивости и конкурентоспособности требует снижения уровня административного регулирования и ужесточения банками доступа предприятий к кредиту.

5. Необходимость изменения источников экономического роста – повышения роли внутреннего потребительского спроса – требует от финансового сектора акцентирования потребительского и ипотечного кредитования, развития пенсионных программ и др. Открытие финансовых рынков создает благоприятную возможность для трансферта зарубежного опыта и технологий в этой сфере. При

⁹ Широко распространена предоставляемая государственными банками кредитная поддержка социальных программ крупных государственных предприятий с большим числом занятых.

¹⁰ 2002 г. – 23%. К концу 2005 г., после масштабных списаний просроченной задолженности снижено до 9%.

¹¹ Конец 2005 г. – менее 4% активов по сравнению с 7–8% в среднем в странах с развитой рыночной экономикой.

этом снижение уровня сбережений, вызванное ростом потребления, возможно, будет ограничивать объем ресурсов банковского сектора.

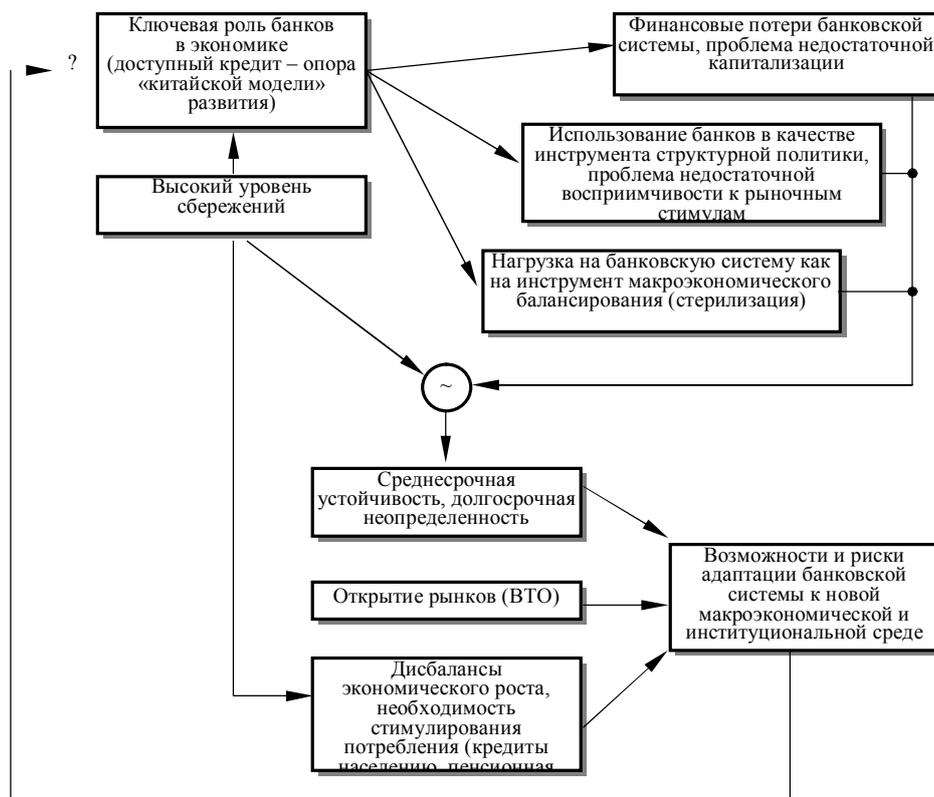


Рис. 10. Факторы и проблемы развития банковской системы КНР

В этих условиях монетарные власти КНР проводят реформу банковского сектора, направленную на переход к новой модели его взаимодействия с экономикой и предусматривающую:

- снятие «политической нагрузки» с банковского сектора, отработку управления финансами банков и предприятий через рыночные механизмы;
- «расчистку» балансов и рекапитализацию банковского сектора за счет финансовых вливаний со стороны государства;
- реформу управления рисками – внедрение современного риск-менеджмента в банках, обеспечение соответствия банков международно признанным стандартам устойчивости и прозрачности;
- привлечение стратегических инвесторов из числа ведущих мировых финансовых институтов в капиталы ключевых банков¹², обеспечивающее трансферт опыта и технологий;
- развитие финансовых рынков, создающее альтернативные банковской системе каналы трансформации сбережений в инвестиции.

В настоящее время проведение банковской реформы и стерилизация денежного предложения за счет сдерживания роста кредитов дополняют друг друга.

Необходимость достижения ведущими банками уровня достаточности капитала¹³, соответствующего требованиям Базельского комитета (8%),

¹² При сохранении государственного контроля.

стимулирует спрос на низкорискованные облигации НБК и ограничивает кредитную экспансию.

Снижение уровня кредитной нагрузки и ужесточение кредитной политики, как показал опыт успешного проведения IPO трех крупнейших китайских банков (Bank of China (BoC), China Construction Bank (CCB), Industrial and Commercial Bank of China (ICBC)), способствуют повышению их инвестиционной привлекательности.

Однако в долгосрочной перспективе политика реформирования банковского сектора и стерилизации денежного предложения с помощью существующих инструментов могут вступить в противоречие.

Во-первых, сдерживание расширения кредитов (в том числе путем замещения низкодоходными облигациями НБК) обуславливает их отставание от динамики депозитов. Это в свою очередь ограничивает рост процентных доходов банков при одновременном увеличении процентных расходов. Последнее в конечном счете приведет к снижению прибыльности банков. Снижение прибыльности приведет к сужению возможностей капитализации банков как за счет собственных источников, так и за счет привлечения инвесторов.

Во-вторых, ограничение кредитной экспансии использованием административных инструментов («руководящее окно», «штрафные облигации» и др.) снижает способность банков оперативно реагировать на рыночные сигналы. Это затруднит перераспределение кредитных ресурсов в пользу наиболее эффективных и быстро растущих секторов. В условиях усложнения структуры экономики последнее может стать препятствием для поддержания высоких темпов и «качества» экономического роста.

Монетарные власти КНР рассчитывают снять это противоречие за счет: повышения сбалансированности платежного баланса и соответственно уменьшения потребности в стерилизации; усиления воздействия на кредитную политику банков через рыночное регулирование процентных ставок. Последнее, в частности, предполагает реформу межбанковского рынка. Это позволит в значительной мере отказаться от административных методов регулирования кредита.

Возможности использования опыта КНР в сфере денежно-кредитного регулирования. Ряд проблем, на решение которых нацелена денежно-кредитная политика КНР, характерный и для России, в частности:

- высокий профицит платежного баланса, порождающий давление на курс рубля и денежное предложение;
- существенная несбалансированность сбережений и инвестиций;
- угроза позициям национального финансового сектора в связи с ростом открытости финансовых и денежных рынков¹⁴.

В связи с этим представляется обоснованной постановка вопроса о возможности использования опыта Китая в решении данных проблем, в том числе инструментами денежно-кредитной политики.

При этом, однако, следует учитывать ряд глубоких различий между ситуациями в двух странах:

- качественно разный масштаб банковских систем (пятикратный разрыв по показателю отношения активов к ВВП); как следствие – различные возможности стерилизации денежного предложения за счет нагрузки на банки;

¹³ Достаточность капитала – отношение капитала банка к его активам, взвешенным с учетом рисков.

¹⁴ В России данная проблема проявляется в более жесткой форме – перераспределение за рубеж большей части оборота фондового рынка, утрата примерно 40% кредитного рынка, значимая вероятность перехода уже в ближайшие годы под контроль нерезидентов до 30% активов банковской системы.

– ситуацию недоинвестирования в России и избыточности сбережений в Китае; отсюда – нежелательность торможения динамики кредитов предприятиям в России при обратной ситуации в КНР.

Анализ этих различий позволяет сделать вывод об ограниченных возможностях применения в России таких активно используемых в КНР мер регулирования денежного предложения, как повышение нормативов обязательного резервирования и расширение выпуска собственных облигаций центрального банка.

Повышение нормативов обязательного резервирования при более высоких, чем на мировых рынках, ставках, усугубит неравенство цен привлечения кредитных ресурсов внутри страны и за рубежом. Это приведет к дальнейшему снижению конкурентоспособности российских банков. С учетом соотношения ставок внешнего и внутреннего рынка в России стратегия «покупка иностранных активов – выпуск облигаций» будет являться источником убытков, а не прибыли центрального банка (в отличие от Китая).

В то же время можно выделить ряд инструментов из арсенала НБК, использование которых российскими монетарными властями способно обеспечить существенный позитивный результат – упростить поддержание баланса на валютном и денежном рынках и одновременно повысить конкурентоспособность отечественных банков и компаний.

Поддержка инвестиций российских предприятий в стратегически значимые сектора за рубежом. Российская компания по поддержке зарубежных инвестиций могла бы войти в структуру Государственной корпорации «Банк внешнеэкономической деятельности и развития Российской Федерации».

Появление такого инструмента способствовало бы, с одной стороны, повышению сбалансированности валютного рынка, с другой стороны – усилению конкурентоспособности российских компаний (интеграция в международные производственные цепочки, связанные с созданием высокотехнологичной продукции).

Поддержка капитализации российских банков за счет инвестирования части средств суверенных инвестиционных фондов (Резервный фонд и ФНБ). При этом могла бы быть реализована схема, аналогичная использованной в 2003 г. китайской государственной корпорацией Central Huijin Investment Corp.¹⁵ при рекапитализации BoC и CCB за счет валютных резервов¹⁶.

В рамках этой схемы средства, полученные банками от Central Huijin Investment Corp. на пополнение капитала, были размещены ими в высоконадежные иностранные активы. Поскольку эти средства не были выведены на внутренний рынок, то операция по рекапитализации банков не привела к росту денежного предложения. В качестве посредника при рекапитализации крупных и высоконадежных российских банков могла бы выступить Государственная корпорация «Банк внешнеэкономической деятельности и развития Российской Федерации».

Недостаточный объем собственного капитала в настоящее время является одним из основных «узких мест» российской банковской системы, не позволяющей ей на равных конкурировать с зарубежными финансовыми институтами в сфере кредитования крупных отечественных компаний. В свою очередь вытеснение российских банков из этого сегмента лишает их значительной

¹⁵ Название корпорации в момент проведения операции.

¹⁶ Объем инвестиций составил 45 млрд. долл. Впоследствии еще 20 млрд. долл. из валютных резервов КНР было направлено на рекапитализацию банков ICBC и Export-Import Bank.

части доходов и как следствие сужает возможности их капитализации. Последнее создает условия для их дальнейшего вытеснения с рынка.

Реализация этой схемы позволила бы остановить данный процесс. Кроме того, она способна создать заметный стерилизационный эффект. Замещение зарубежных кредитов привело бы к уменьшению предложения валюты на рынке, что в свою очередь должно вызвать сокращение денежной эмиссии.

Формирование развитого межбанковского рынка обращаемых долговых обязательств компаний. Реализация перехода центрального банка к рефинансированию данных бумаг по ставкам, меньшим средних ставок по кредитам конечным заемщикам, позволит создать доступный для значительного числа банков инструмент рефинансирования обязательств реального сектора. Это в свою очередь приведет к уменьшению ставок по предоставляемым банками кредитам. Последнее, наряду с другими мерами, ограничит привлечение компаниями зарубежных заимствований, что уменьшит нагрузку на валютный рынок и будет способствовать снижению эмиссии.

Создание данного механизма предполагает следующие меры:

– внесение Банком России ряда крупных и устойчивых банков в перечень организаций, которые могут выступать авалистами по векселям (поручителями по правам требования по кредитным договорам), принимаемым в обеспечение по кредитам Банка России (В соответствии с Положением Банка России от 14.07.2005 № 273-П.);

– разработка данными организациями при поддержке Банка России методик оценки качества обращаемых долговых обязательств банков и нефинансовых компаний, переход к предоставлению массовых услуг по гарантированию и учету данных обязательств.