**Правительство Российской Федерации**

**Федеральное государственное автономное образовательное**

**учреждение**

**высшего профессионального образования**

**«Национальный исследовательский университет**

**Высшая школа экономики»**

**Факультет мировой экономики и мировой политики**

**Выпускная квалификационная работа**

**по теме**

«Эволюция валютного режима в контексте макротенденций переходной экономики КНР»

Выполнил: студент 461 гр.

Стиран Дмитрий Генадьевич

Научный руководитель:

Доцент Мозиас П.М.

**Москва, 2013**

Содержание

Введение 3

Глава 1. Выбор режима регулирования валютного курса в странах с “нарождающимися” рынками 6

1.1 Режимы валютного регулирования 6

1.2 Взаимовлияние валютного курса и показателей платёжного баланса 11

1.3 Особенности валютного регулирования в условиях развивающихся и постсоциалистических стран 16

1.4 Этапы реформы валютного регулирования в КНР 19

Глава 2. Валютная реформа в контексте институционального реформирования китайской экономики 31

2.1 Воздействие на внешнеторговый сектор 31

2.2 Воздействие на рынок капитальных активов 35

2.3 Интернационализация юаня 44

Глава 3. Сравнительный анализ режима валютного регулирования

в КНР и РФ 55

3.1 Сопоставление макроэкономических тенденций 55

3.2 Анализ валютного режима РФ 58

3.3 Возможности взаимного обмена опытом 69

Заключение 73

Список использованной литературы 76

# Введение

Последние десятилетия были отмечены укреплением экономической мощи ведущей азиатской державы – Китайской Народной Республики. Высокие темпы экономического роста, которые демонстрирует китайская экономика, являются следствием многолетних комплексных экономических реформ, направленных на проведение постепенной перестройки её экономической системы.

Рыночные преобразования осуществляются на системном уровне: изменения в одной сфере приводят к изменениям в другой. Будучи взаимосвязанными элементами единой цепочки, они оказывают непосредственное влияние друг на друга. Особое значение имеет развитие системы валютного регулирования в Китае, так как она является ключевым индикатором реформ всей финансовой сферы.

**Тема** валютного регулирования КНР представляет особый интерес в академической среде и является **актуальной** в изучении не только потому, что затрагивает изменения в финансовой сфере КНР. Валютная реформа является логическим продолжением структурной перестройки экономической модели страны, она отвечает требованиям мирового экономического развития: Китай, являясь главным мировым экспортёром, на протяжении многих лет оказывался под градом критики торговых партнёров за то, что оставлял валютный курс неизменным на протяжении долгого времени, а внутренние финансовые рынки – закрытыми от иностранцев. Теперь ситуация несколько иная. С 2005 г. Китай перешёл на систему плавающего управляемого курса, начав проводить постепенную ревальвацию своей валюты.

Данное исследование представляется актуальность и практическую значимость и потому, что оно описывает динамику современных изменений валютного режима КНР, позволяя строить прогнозы относительно концепции будущего развития юаня, оценивая потенциальные финансовые выгоды и издержки для российского инвестора.

В российской научной среде эта тема пока проработана незначительно. Среди авторов трудов по данной проблеме стоит выделить Софьянникова И.М., Солнцева О., Шевеля А., которые отразили этапы развития реформы системы валютного регулирования и проанализировали механизм валютного контроля в условиях кредитно-денежной политики КНР.

Кроме того в ходе исследования были проанализированы работы других известных российских китаеведов и финансистов: Я.М. Бергера, В.Г. Гельбраса, Л.И. Кондрашовой, П.М. Мозиаса, К. Юдаевой и других.

Что касается зарубежной научной среды, то стоит отметить, что данная тема вызывает существенный интерес в научных и деловых кругах. В частности, стоит отметить вклад Д. Франкеля, К. Рогофа, Х. Гао, Ю. Юй, Я. Такеши, М. Чжао, С. Чхэнь, которые провели детальное исследование ограничений в области валютного контроля и оценили перспективы интернационализации китайской валюты.

**Объектом** данного исследования является система валютного регулирования и контроля КНР, **предметом** данной работы является анализ взаимосвязи результатов реформ валютной системы и макро показателей экономики Китая в условиях институциональных особенностей данной страны.

**Целью** данной работы является анализ преобразований элементов валютного регулирования в контексте институционального реформирования китайской экономики. Исходя из поставленной цели, были определены следующие **задачи**:

* оценить взаимозависимость валютной системы с динамикой торгового баланса, рынков капитальных активов, таких как банковский, фондовый сектора;
* исследовать движения либерализация валютного контроля в условиях структурной перестройки экономической модели;
* проанализировать реформы, направленные на увеличение степени интернационализации юаня;
* оценить перспективы продвижения юаня на мировую арену;
* сравнить валютные системы РФ и КНР, а также найти сферы, которые могли бы представлять зону взаимного обмена опытом.

Исходя из поставленных задач, была определена следующая структура работы.

Первая глава посвящена теоретическому описанию элементов валютной системы, в частности, проведена подробная классификация всех существующих валютных режимов, проанализирован механизм взаимодействия обменного курса и статей платёжного баланса, исследованы особенности валютного регулирования в развивающихся странах и государствах с переходной экономикой. Завершает первую часть описание этапов валютного регулирования в КНР и описание фундаментальной модели макроэкономического цикла экономики Китая.

Цель второй главы - провести на базе теоретической канвы исследование взаимного влияния валютного режима КНР и показателей платёжного баланса, в частности, объяснить, как модернизация валютной системы воздействует на показатели торгового баланса, рынок капитальных активов. Данные результаты дадут основания для предварительных выводов по оценке степени интернационализации юаня. Для комплексных выводов необходимо проанализировать последние решения властей в области либерализации счёта движения капитала, чтобы сопоставить, как это повлияет на использование юаня в трансграничных сделках и на зарубежных финансовых рынках.

В третьей главе проведено сравнение валютных режимов РФ и КНР. Для этого необходимо дать общую характеристику экономическому развитию двух стран, провести оценку реформы валютной системы в РФ. На основе этого необходимо сопоставить опыт двух государств в модернизации системы валютного регулирования и показать, какие инструменты политики могут быть заимствованы и успешно применены той или иной стороной, учитывая национальную специфику финансового контроля.

 В ходе исследования в качестве источников фактологии активно использовались отчёты китайского агентства Синьхуа, аналитических источников Bloomberg, Yahoo Finance, базы данных Государственного управления валютного контроля, Национального бюро статистики, ресурсы Народного банка Китая, Международного Валютного Фонда, Всемирного Банка, ЮНКТАДа, Банка России, Министерства Финансов РФ, а также аналитические статьи финансовых учреждений, таких как “Deutsche Bank”, “KPMG”, “HSBC.

# Глава 1. Выбор режима регулирования валютного курса в странах с “нарождающимися” рынками

## 1.1 Режимы валютного регулирования

Выбор режима валютного курса представляется одним из наиболее важных вопросов в проведении экономической политики государства. В системе открытой экономики валютный курс оказывает непосредственное влияние на состояние платёжного баланса, уровень безработицы, инфляции и другие макроэкономические показатели, тем самым способствуя формированию определённых базовых условий для поддержания конкурентоспособности национальных товаров, а также стабильности экономического роста.

Не существует универсального режима валютного курса, который мог бы быть применим в равной степени ко всем странам. Его выбор должен зависеть от потребностей экономического развития государства. Странам с развитой рыночной экономикой обычно присущ свободный режим установления валютного курса. Валюты большинства развивающихся стран действуют в условиях ограничений, накладываемых валютными режимами, которые являются следствиями специфических особенностей развития экономико-финансовой системы того или иного государства.

Для того чтобы лучше представлять всю степень неоднородности мировых валютных режимов, необходимо классифицировать их по конкретному признаку. В настоящее время Международный Валютный Фонд выделяет 10 основных валютных режимов[[1]](#footnote-1), которые варьируются по степени влияния рынка на формирование обменного валютного курса. Эти 10 режимов можно свести к трём основным группам:

* режимы жёсткой привязки;
* режимы мягкой привязки (переходный);
* режимы плавающего валютного курса.

**Жёсткая привязка**

К режиму жёсткой привязки (*hard peg*) МВФ относит курсовой режим без отдельного законного средства платежа и режим валютного управления.

*Курсовой режим без отдельного законного средства платежа*

В эту категорию принято относить страны, которые в силу кризисных обстоятельств отказались от собственной национальной валюты в пользу валюты более сильной. В отчёте 2011 г. МВФ упоминает о 13 странах, 8 из которых “долларизировали” свою экономику, например, Эквадор и Сальвадор. 3 государства – такие как Косово, Сан-Марино “евроизировали” свои валютные курсы, ещё 2 островных государства стали использовать австралийский доллар - Тувалу, Кирибати.

Экономика Эквадора представляет собой яркий пример “долларизации”. В конце 1990-х гг. это латиноамериканское государство испытывало серьёзные проблемы с высоким уровнем цен – в 2000 г. инфляция достигла критического уровня в 96%[[2]](#footnote-2). В Эквадоре в конце 1970-х гг. были обнаружены запасы “чёрного золота”, и он подсел на “нефтяную иглу”, наращивая внешние долги для финансирования инфраструктурных проектов. Рост экономики всецело зависел от мировых цен на нефтепродукты. Но серьёзные политические проблемы, низкие цены на нефть в конце 1990-х гг. привели к тому, что национальная экономика оказалась на грани глубокого кризиса. Для того чтобы поддерживать экспорт, Эквадор девальвировал национальную валюту, раскручивая инфляционную спираль. В результате страна оказалась перед необходимостью проведения жёстких мер финансовой стабилизации.

Власти решили отказаться от своей национальной валюты, привязав свою экономику к американскому доллару. Фактически экономика страны стала использовать те же банкноты, что находятся в обращении в США. Это привело к следующим последствиям.

Во-первых, Центральный банк Эквадора потерял какую-либо возможность воздействовать на монетарную политику, так как он не мог печатать американские банкноты, поскольку это исключительная прерогатива Федеральной резервной системы США. Во-вторых, главным источником поступления американской валюты для Эквадора стали экспортная деятельность и туризм. В действительности произошла своего рода интеграция экономики в более крупную экономическую систему США, ведь именно колебания обменного курса американского доллара влияли на динамику внешней торговли Эквадора. В руках правительства остались только неинфляционные меры воздействия на экономику, такие как повышение налогов или внешние займы. С другой стороны, проблему высокой инфляции удалось решить – в 2008-2011 гг. она не превышала 4,5%. Привязка к американской валюте обеспечила более стабильное экономическое развитие, укрепив уверенность иностранных инвесторов.

*Режим валютного управления*

Он представляет собой жёсткую форму привязки курса национальной валюты к иностранной. В рамках этого режима альтернативой Центральному банку, как правило, выступает Валютный Совет, который также обладает эмиссионным правом, но в очень ограниченных возможностях, закреплённых на законодательном уровне. Он может выделяться в отдельный государственный орган или создаваться при ЦБ. Совет обязан поддерживать совокупную денежную базу на уровне не большем, чем валютные резервы. Фактически осуществление независимой денежно-кредитной политики становится невозможным, так как монетарные власти по сути лишены своих дискреционных прав.

Как и в случае с курсовой привязкой без законного платежа, данная мера вводится в случае острой необходимости, когда нет другой альтернативы в подавлении крайне высокого уровня инфляции или когда доверие к национальной валюте со стороны населения и инвесторов потеряно настолько, что лишь жёсткая привязка к иностранной валюте способна её стабилизировать.

Применение данного валютного режима впервые наблюдалось в XIX веке в колониях Британской Империи. Финансовая система поданных Великобритании не могла существовать на независимом уровне из-за низкой мобильности капитала, слаборазвитых местных банковских институтов и фискальной зависимости от Лондона. Впоследствии “классический вариант Валютного Совета” трансформировался в более зрелую систему, которую применяли постколониальные африканские страны, и которая широко использовалась в середине 1990-х гг. некоторыми развивающимися странами по рекомендации МВФ в качестве меры борьбы с гиперинфляцией. Историческим примером применения Валютного Совета могут служить Аргентина, Болгария и Гонконг, причём последний использует этот режим по сей день[[3]](#footnote-3). На сегодняшний день МВФ выделяет 12 стран, использующие данный режим [[4]](#footnote-4).

**Мягкая привязка**

К мягкой привязке (soft peg) относят:

* традиционные режимы фиксированного курса (conventional peg);
* режим валютного курса в рамках горизонтального коридора (pegged exchange rate within horizontal bands);
* режим стабилизационного соглашения (stabilized arrangements);
* скользящую привязку (crawling peg);
* скользящую привязку с коридором (crawl-like arrangement);
* другие управляемые режимы (other managed arrangement).

Первые три режима представляются относительно более “жёсткими”, их можно охарактеризовать как “корректируемую привязку”.

В рамках данного валютного режима монетарные власти привязывают национальную валюту к единичной иностранной (либо СДР), либо корзине валют, взвешенной по торговым партнёрам, допуская колебания от курса в пределах 1% или в рамках двухпроцентного валютного коридора. В отличие от режимов “жёсткой привязки”, данный является относительно более гибким, так как Центральный банк может выполнять свои традиционные функции для поддержания твёрдого паритета (операциями на открытом рынке, изменением ставки резервов или ставки рефинансирования и т.д.). Применение одной из этих валютных политик наиболее адекватно в случае стремления регуляторов снизить волатильность реального курса, а также нивелировать эффекты внешних негативных экстерналий. В 2012 г. МВФ выделило 60 стран, чьи монетарные власти применяли режим “корректируемой привязки”. Кроме азиатских и латиноамериканских государств с валютами, привязанными к американскому доллару (Бахрейн, Саудовская Аравия, Венесуэла), стоит выделить и европейские страны (Дания, Латвия), практикующие фиксированный курс с минимальными колебаниями в рамках второго соглашения о Европейском механизме регуляции валютных курсов. Валюты Фиджи, Кувейт, Марокко привязаны к корзине валют, а Тонго – единственная страна, в которой де-юре применяется горизонтальный валютный коридор.

Последние три режима, указанных в списке, представляют собой более “гибкую” категорию управления валютным курсом.

Отличительной чертой “скользящей привязки” является возможность корректировки фиксированного курса в зависимости от изменения базового индекса, к которому привязана валюта. В качестве такового может выступать инфляционная разница с главными торговыми партнёрами или разница между ожидаемой и целевой инфляцией. Данная система подходит для развивающихся стран с переходными финансовыми институтами, слабой монетарной дисциплиной и высоким уровнем инфляции.

МВФ классифицировал 15 государств в эту группу. Среди прочих стран данный режим применяется монетарными властями КНР, Казахстана и Аргентины.

В случае применения валютного режима, который МВФ трактует как “другой управляемый режим”, монетарные власти ориентируются на обширный список базисных индексов, таких как состояние платёжного баланса, размер золотовалютных резервов, текущее состояние неофициального валютного рынка. Центральный банк может оказывать прямое и косвенное воздействие на колебания валютного курса, его действия намного более свободны по сравнению с режимами корректируемой привязки. Международный Валютный Фонд относит к этой системе 24 государства (РФ, Сингапур, Швейцария, Белоруссия и др.).

**Режим плавающего валютного курса**

В раздел режима плавающего валютного курса (floating regime) МВФ причисляет режимы управляемого плавания и свободного плавания.

Режим управляемого плавания характеризуется формированием валютного курса под воздействием внешних рыночных сил при активном участии ЦБ, который может применять валютные интервенции либо изменение учётных ставок. Такая система свойственна развитым странам со зрелой финансовой системой, а также некоторым развивающимся, глубоко интегрированным в мировую финансовую систему. К таким МВФ причисляет 35 стран (Уругвай, Корея, Индия и др.).

При свободном плавании валютный курс формируется исключительно под воздействием рыночных сил, монетарные власти не оказывают влияние на операции валютного рынка. Монетарная политика является независимой по отношению к валютному курсу и может быть использована для управления национальной экономикой. Согласно классификации МВФ, 31 страна применяет свободное плавание (США, Великобритания, Япония, страны-участницы Европейского валютного союза).

Таким образом, из 170 стран, включённых в данную классификацию, лишь 15% придёрживаются режима жёсткой привязки, около половины применяют режимы мягкой привязки и 40% руководствуются принципом плавающей валюты. Это говорит о том, что всё больше стран идут по пути либерализации своих валютных режимов.

## 1.2 Взаимовлияние валютного курса и показателей платёжного баланса

Валютный режим и платёжный баланс являются взаимосвязанными элементами: как выбранный режим валютного курса оказывает непосредственное влияние на состояние платёжного баланса, так и изменение одной из статей платёжного баланса воздействует на обменный курс. Это взаимовлияние носит комплексный характер, поскольку оказывает определённый эффект на макроэкономические показатели, такие как экономический рост, уровень инфляции, безработицы и т.д. Важно также отметить, что механизмы приведения экономики в состояние равновесия при использовании фиксированного или плавающего валютного курса различаются.

Для того, чтобы оценить степень этой взаимосвязи, сперва приведём теоретическую базу, основанную на правилах, разработанных Международным Валютным Фондом.

Платёжный баланс представляет собой статистический отчёт, в котором отражаются все экономические операции между резидентами данной страны и резидентами других экономик (нерезидентами), которые имели место в течение определённого периода времени[[5]](#footnote-5).

В целях унификации и сопоставимости МВФ разработал свод правил и рекомендаций для подготовки платёжного баланса, которого придерживаются все страны мира[[6]](#footnote-6). Несмотря на то, что они могут несколько отличаться, к примеру, отсутствием каких-либо статей, главные разделы остаются неизменными.

Платёжный баланс любого государства состоит из четырёх составляющих частей:

* счёта текущих операций;
* счёта операций с капиталом и финансовыми инструментами;
* золотовалютных резервов;
* чистых ошибок и пропусков.

Документ строится на бухгалтерском принципе двойной записи: транзакция отражается по кредиту одной статьи и дебету другой. Если резиденты этой страны платят за импорт товаров, то сумма оплаты отражается на дебете, вырученные деньги от экспортных операций отражаются по кредиту.

Рассмотрим более подробно каждый из четырёх разделов платёжного баланса.

Как было отмечено выше, он начинается со счёта текущих операций. Этот пункт включает в себя следующие статьи:

* торговый баланс;
* доходы от инвестиций и оплаты труда;
* текущие трансферты.

Торговый баланс представляет собой разницу между экспортом и импортом, статья оплаты труда показывает вознаграждение работников, полученное ими от резидентов других экономик, доходы от инвестиций представляют собой доходы от владения финансовыми иностранными активами, которые нерезиденты выплачивают резидентам и наоборот (дивиденды, начисленные проценты)[[7]](#footnote-7). Текущие трансферты характеризуются безвозмездной передачей товаров, услуг, прав собственности, денежных средств, которые не предназначены для приобретения основных фондов или капитального строительства. Примером может служить оказание гуманитарной помощи бедствующим странам.

Далее следует счёт операций с капиталом и финансовыми инструментами. В счёт движения капитала включают капитальные трансферты (прощение долгов, безвозмездная передача прав собственности на основные фонды), а также приобретение/продажу непроизведенных нефинансовых активов, таких как торговые марки, патенты, авторские права.

К операциям с финансовыми инструментами следует причислить следующие категории:

* прямые инвестиции;
* портфельные инвестиции;
* финансовые производные;
* прочие инвестиции.

Третий раздел платёжного баланса включает в себя изменение золотовалютных резервов страны. По определению, которое использует Банк России, золотовалютные резервы представляют собой высоколиквидные внешние финансовые активы, находящиеся под контролем органов денежно-кредитного регулирования страны и имеющиеся в наличии для удовлетворения потребностей в финансировании платёжного баланса[[8]](#footnote-8). В их составе могут быть наличная иностранная валюта, остатки средств в банках-нерезидентах на корреспондентских и текущих счетах, ликвидные ценные бумаги иностранных правительств, валюта МВФ (Специальные права заимствования), золотой запас. Золотовалютные запасы выступают важным инструментом монетарных регуляторов в проведении валютных интервенций.

Четвёртая статья – “чистые ошибки и пропуски” уравновешивает баланс. По определению, сумма всех разделов платёжного баланса, подобно бухгалтерскому, должна равняться нулю. Поэтому данный раздел платёжного баланса является в своём роде “сводным”. Зачастую многие исследователи трактуют эту статью как неучтённый вывоз капитала[[9]](#footnote-9).

Теперь, на базе понимания общей структуры платёжного баланса выясним, какая именно связь прослеживается между его статьями и выбором режима валютного курса.

Рассмотрим два сценария. В первом покажем механизм взаимодействия разделов платёжного баланса с режимом фиксированного валютного курса, а во втором проследим взаимосвязь с режимом плавающего валютного курса

В первом случае в целях поддержания курса на стабильном уровне государство вынуждено проводить валютные интервенции или использовать инструменты монетарной политики.

Первоначально прибегнем к предпосылке о немобильности капитала. К примеру, в экономике сложился профицит торгового баланса и, как результат, профицит счёта по текущим операциям. Вследствие нашего допущения движение капитала ограничено, и полученную иностранную валюту нельзя инвестировать в приобретение зарубежных активов. Чтобы обменять валютную выручку, участники рынка предъявляют больше спроса на национальный эквивалент – обменный курс стремится к ревальвации, но ЦБ проводит валютную интервенцию, удовлетворяя рыночный спрос на национальную валюту и увеличивая свои золотовалютные резервы.

Если мы опустим допущение о немобильности капитала, то тогда профицит счёта текущих операций будет компенсироваться дефицитом по движению капитала – вырученную валютную выручку участники рынка смогут альтернативно инвестировать в покупку иностранных активов. Если две эти статьи взаимно покрывают друг друга и в сумме дают ноль, то монетарным регуляторам не требуется проводить валютную интервенцию. Если же капитал уходит за рубеж частично, то в случае фиксированного курса власти будут скупать иностранную валюту на валютном рынке, удовлетворяя возросший спрос на национальную валюту и накапливая золотовалютные резервы. Недостатком этой политики будут являться рост денежной массы, а значит и рост инфляции. Чтобы компенсировать возросшее изменение денежной базы, регуляторы могут проводить стерилизацию денежной массы, совершая операции на открытом рынке, в нашем случае - продавая ценные бумаги. Если стерилизация оказывается неэффективной, то это воздействует на снижение процентных ставок в экономике и в рамках абсолютной мобильности капитала национальный капитал перетекает за границу, где уровень процентных ставок, а соответственно и доходности выше. Это, в свою очередь, приведёт к повышению спроса на иностранную валюту и тенденции к обесценению национальной. Регуляторы будут вынуждены сокращать резервы, продавая ликвидные иностранные активы.

Объяснённый выше механизм является парадоксом “невозможного триединства”, описание которого впервые было предложено Манделлом и Флемингом[[10]](#footnote-10). Их гипотеза заключается в том, что невозможно одновременно воплотить в жизнь три условия: поддержание фиксированного валютного курса, проведение независимой монетарной политики и обеспечение свободного движения капитала. Одновременно могут осуществляются только два из них.

Теперь рассмотрим случай с плавающим курсом. Снова примем, что капитал немобилен, и изменениям подвергаются исключительно торговые операции. Допустим, наблюдается дефицит счёта по текущим операциям, вызванный тем, что объём импортируемых товаров и услуг превышает экспорт. В отсутствии каналов вывоза капитала рыночные агенты предъявляют повышенный спрос на иностранную валюту на валютном рынке, так как необходимо расплачиваться с иностранными контрагентами. Но в случае плавающего валютного курса монетарные власти не проводят валютной интервенции, поэтому возросший рыночный спрос на иностранную валюту сильно обесценивает обменный курс национальной, что является благоприятным фактором в повышении ценовой конкурентоспособности национальных экспортёров.

В случае абсолютной мобильности движения капитала при дефиците текущих операций и плавающем курсе приток иностранного капитала и соответственно возросший спрос на национальную валюту нивелируют дисбаланс на валютном рынке, возникший из-за увеличения спроса на иностранную валюту вследствие дефицита торгового баланса.

Таким образом, вышеприведённые механизмы регулирования обменных валютных курсов показали глубокую взаимосвязь платёжного баланса с режимом валютного курса.

В случае поддержания фиксированного валютного курса монетарные власти вынуждены проводить валютные интервенции, воздействуя на объём золотовалютных резервов и оказывая влияние на денежный рынок. Если создаются условия для мобильности капитала, то экономика сталкивается с проблемой “невозможного триединства”, когда невозможно одновременно поддерживать фиксированный валютный курс, проводить независимую монетарную политику и обеспечивать свободное движение капитала.

Плавающий курс, в свою очередь, саморегулируется под действием рыночных механизмов, монетарные власти используют лишь инфляционные инструменты изменения денежной массы с целью сглаживания сильных валютных колебаний.

## 1.3 Особенности валютного регулирования в условиях развивающихся и постсоциалистических стран

С развалом Бреттон-Вудской системы и появлением плавающих валютных курсов страны получили возможность свободно выбирать национальный валютный режим. Выбор верной, рациональной валютной политики был во многом гарантом обеспечения долгосрочного экономического роста и макроэкономической стабильности. Поэтому страны должны были подходить к этому вопросу тщательно, принимая во внимание все особенности своего финансово-экономического развития, определяя возможные выгоды и негативные последствия.

Как было показано выше, государства могли выбрать режим, который основывался на одном из трёх сценариев проведения валютной политики: осуществление режима фиксированного валютного курса с жёсткой привязкой, применения плавающего валютного курса, либо использование промежуточной политики, так называемой гибкой фиксации.

После серьёзных валютных кризисов 1990-х гг. Международный Валютный Фонд выпустил три фундаментальные аналитические работы - 1999, 2003 и 2009 гг. (Мусса и др, 2000 г; Рогофф и др, 2004 г, Гош, Остри и др, 2010 г.[[11]](#footnote-11)), в которых проводится анализ выбора странами своих текущих валютных режимов. Необходимо заметить, что за более чем десятилетний период ситуация менялась, и вопрос наиболее подходящего валютного режима для страны с конкретным типом экономической модели до сих пор остаётся открытым.

В первом аналитическом издании 1999 г. М.Мусса обратил внимание на то, что в начале 1990-х гг. постсоциалистическими и развивающимися странами широко использовалась фиксированная привязка к более сильной валюте (американский доллар, немецкая марка)[[12]](#footnote-12). У восточноевропейских стран это во многом объяснялось стремлением стабилизировать экономический рост и побороть высокую инфляцию, которая стала результатом либерализации цен. Многие развивающиеся государства избрали режимы жёсткой привязки, такие как валютное управление или курсовой режим без отдельного законного средства платежа. На тот момент фиксированный валютный режим во многом ассоциировался с “крепкой цитаделью”, способной уберечь экономику от непредвиденных негативных факторов. В действительности, в 1990-х гг. наблюдалось существование двуполярной валютной системы: жёсткой фиксированной привязки и свободного плавания – странам нужно было определить наиболее оптимальный для себя сценарий валютного развития, выбирая между низкой инфляцией и стабилизацией экономического роста, с одной стороны, и возможностью проводить независимую денежно-кредитную и бюджетно-налоговую политику - с другой. Как показал исторический опыт 1990-х гг., “крепкой цитаделью” фиксированные валютные режимы не стали - валютные кризисы латиноамериканских стран 1990-х гг., азиатский финансовый кризис 1997-98 гг., а затем и крушение режима валютного управления в Аргентине в 2002 г. выявили очевидные проблемы режимов жёсткой привязки. Во многих странах он был не способен в долгосрочной перспективе решить проблему экономического роста и высокого уровня цен.

Второе аналитическое издание МВФ[[13]](#footnote-13) утверждало, что несмотря на то, что доверие большинства развивающихся стран к режимам жёсткой привязки снизилось, переходить на режим свободного плавания решались немногие. В условиях нестабильности своих финансовых систем эти страны в случае обесценения валюты оказывались перед угрозой роста инфляции и повышения стоимости иностранного долга, если таковой имелся. Поскольку задолженность перед зарубежными кредитно-финансовыми организациями номинируется в иностранной валюте, то стоимость обслуживание долга становится выше. Другая ситуация касается укрепления национальной валюты – в этом случае очевидны падение конкурентоспособности национальных товаров и, как следствие, снижение экспорта.

Данная ситуация стала причиной того, что в конце 1990-х – начале 2000-х гг. государства стали всё больше использовать переходные валютные режимы. Развитые европейские страны сумели найти оптимальное решение между плавающим и фиксированным валютным курсом, стимулирующее торговую деятельность между соседями, а также гармонизировал экономический рост. Решением было создание Европейского валютного союза. Он был основан на стабильной, складывавшейся десятилетиями интеграционной платформе. С одной стороны, валютный союз привязывает национальные валюты стран участниц к единой валюте – евро. С другой стороны, евро свободно обращался на рынке, двигаясь под воздействием рыночных механизмов. Сценарий образования валютного союза в теоретическом отношении - это хороший вариант совмещения базовых элементов фиксированного и плавающего курса.

Наконец, в третьем аналитическом издании[[14]](#footnote-14), авторы отмечают, что развивающиеся страны в своём большинстве придерживаются политики промежуточного валютного режима. А. Гош указывает, что гибкая привязка наиболее благоприятна противодействию инфляции. Исключением из этого правила он называет ситуацию, при которой фиксированный к какой-либо валюте курс сильно недооценён. Это приводит к чрезмерному профициту счёта текущих операций, росту золотовалютных запасов и притоку капитала, что вызывает рост денежной массы и, как следствие, повышение инфляции.

Обобщая вышесказанное, отметим, что за последнее десятилетие эмпирические исследования применения валютных политик развивающимися странами показали, что использование фиксированного (жёсткого и гибкого) валютного режима способствует снижению инфляции, нивелированию валютной волатильности и более благоприятному, с точки зрения экспортной активности, уровню торговой открытости. Более того, они выявили, что экономический рост стран, применяющих гибкие валютные режимы в среднем на 0,5 п.п. больше, чем у тех, которые используют жёсткую привязку или политику свободного плавания. Важно и то, что низкая волатильность валютного курса обеспечивает приток более стабильных прямых инвестиционных потоков, ограничивая спекулятивную деятельность.

К главным недостаткам промежуточного валютного режима следует отнести следующие четыре составляющие.

Во-первых, он ограничивает макроэкономическую политику, поднимая актуальный вопрос “невозможного триединства”. Так, гипотеза Манделла-Флеминга актуальна в КНР: ограниченная мобильность капитала, поддерживание гибкого фиксированного курса не позволяют проводить эффективную монетарную политику. Во-вторых, он накладывает ограничения не проведения контрциклической фискальной политики, сдерживая потенциал ответных мер. В-третьих, жёсткие и гибкие валютные курсы относительно более подвержены валютно-финансовым кризисам. Наконец, в-четвёртых, фиксация курса препятствует воздействию рыночных саморегулируемых механизмов – система пытается вернуться в естественное состояние равновесия, но встречает ограничения, что приводит к нарастанию внутренних и внешних дисбалансов, которые могут привести к негативным последствиям в долгосрочной перспективе.

## 1.4 Этапы реформы валютного регулирования в КНР

Реформирование системы валютного регулирования является составной частью либерализации всей финансовой системы КНР.
Политика “реформ и открытости” (gaige kaifang), проводимая с конца 1970-х гг. прошлого века, была призвана изменить существующую экономическую систему Китая. Вслед за преобразованиями в аграрном секторе, изменениями в институциональной структуре экономики появилась необходимость в создании прочных финансовых институтов. Кардинально были реформированы банковский сектор, налоговые институты. Государство осознало необходимость привлечения иностранных инвестиций и технологий, либерализации торговых отношений. Эти планы не могли быть осуществлены без должного регулирования в сфере валютного контроля.

Реформирование системы валютного контроля можно разделить на 3 этапа:

* 1979 – 1994 гг. – закладывание фундамента валютного регулирования. Двусистемный валютный курс.
* 1994 – 2005 гг. – режим фиксированного валютного курса. Привязка к доллару.
* 2005 г. – настоящее время – “скользящая привязка”.

**I этап (1979 – 1994 гг.)**

В 1979 г. Госсоветом КНР было создано Государственное управление валютного контроля (The State Administration of Foreign Exchange - SAFE), наделенное функцией валютного регулирования во всей стране. Государство признало необходимость в управлении валютными отношениями, особенно в свете того, что страна стала либерализовывать свою внешнеторговую деятельность.

Более того, были сделаны первые шаги по формированию законодательной базы, приняты соответствующие методы, позволяющие проводить валютный контроль. В числе наиболее важных стоит отметить:

* “Временные положения КНР о валютном управлении”;
* “Правила регулирования валютой зарубежных представительств, аккредитованных в КНР и их персонала”;
* “Правила обращения с валютой, драгоценными металлами и ценными бумагами при их прохождении через границу КНР”;
* “Правила обращения с валютой частных лиц”;
* “Правила регулирования валютой предприятий с иностранным капиталом и капиталом хуацяо”;
* “Правила регулирования валютой иностранных и смешанных банков в особых экономических зонах”[[15]](#footnote-15).

В условиях плановой экономики осуществлялось полное изъятие валюты и её централизованное перераспределение, что являлось сдерживающим фактором в развитии экспортной активности предприятий. Это вовсе не способствовало увеличению валютных резервов страны.

Теперь же Госсоветом было постановлено, что часть торговой и неторговой выручки может быть оставлена за предприятиями или передана местному правительству. Такое нововведение стало дополнением к единой системе планового распределения, что положительным образом сказывалось на увеличении экспортных операций.

Логическим продолжением перемен в этой сфере стала возможность для государственных и коллективных предприятий торговать излишками валюты, то есть продавать их тем агентам (государственным или коллективным предприятиям), которые в них нуждаются. Важно заметить, что на этом этапе цена устанавливалась государством и была строго фиксирована.

Нельзя не отметить то, что с начала реформ Китай стало посещать всё больше иностранцев. Так как курс юаня в то время был недостаточно рационален, ощущался дефицит многих товаров. Для защиты интересов иностранцев Госсовет КНР утвердил эмиссию валютных сертификатов (waihuijian). В современной Кубе сейчас похожая ситуация. Фактически, существовали валюты для китайцев (renminbi) и для иностранцев. Разница между ценами была существенной (порядка 20%), что приводило к путанице в ценовой системе. Сфера применения подобных валютных сертификатов была весьма ограничена. Как было отмечено, они предназначались для иностранцев, работающих в КНР или для китайцев, проживающих за рубежом и приехавших на материк с визитом (из Гонконга, Макао). Валютные сертификаты использовались для расчёта в гостиницах, ресторанах, предназначенных для иностранцев, специальных магазинах и местах, разрешённых ГУВК. Обмен валютных сертификатов на юани был запрещён, тем не менее возник “чёрный рынок”, так как благодаря первым можно было приобрести дефицитные иностранные товары.

С 1986 г. в целях стимулирования иностранных инвестиций предприятиям с иностранным капиталом разрешалось вести валютные взаиморасчёты. В дальнейшем эта практика была распространена и на национальные предприятия благодаря созданию “центров валютных операций”, что облегчало задачу взаиморасчёта между предприятиями и между местными органами власти. Важно заметить, что на данном рынке стоимость валюты определялась рыночными механизмами, то есть в зависимости от спроса и предложения.

Таким образом, меньше чем за 10 лет КНР сумела заложить фундаментальную основу для осуществления валютного контроля, перейдя от системы полного изъятия валютной выручки к системе неполного, оставляя часть излишка за предприятием, которое могло её продать в “центрах валютных операций”. Тем не менее, обнажались и определённые изъяны, среди которых выделяются следующие:

* Существование двух различных каналов распределения валюты: планового и рыночного. Оба канала были несовершенны, так как в первом случае государство не могло рационально распределить валюту, а в другом рыночные механизмы сильно ограничивались административными барьерами;
* Управление резервами было затруднено. Валютные резервы состояли из центральных резервов и резервов Народного банка Китая, последние включали оставляемую предприятиям валюту. Чтобы осуществить какую-либо операцию, требовалось провести её путём зачисления или снятия со счёта в банке. Это, в свою очередь, смешивало государственные валютные резервы и находящиеся в обороте деньги специализированных банков;
* Существование двух курсов: официального и рыночного, определяемого на валютном рынке между предприятиями. При международных расчётах использовался официальный курс, при расчётах внутри Китая использовался рыночный. Это открывало дорогу для различного рода спекуляций, образованию “чёрных” рынков, что вело к нестабильности цен и валютным потрясениям. За 1 доллар по официальному курсу в 1993 г. давали в среднем 5,6 юаней, по рыночному – 9,04[[16]](#footnote-16).

**II этап (1994 – 2005 гг.)**

Период с 1994 г. следует отождествлять как новый этап в реформировании валютной системы. Новые преобразования давно созрели и являлись логическим продолжением эволюции текущего валютного режима.

С начала 1994 г. механизм двойного курса (официального и рыночного) был упразднён. Произошла унификация валютного курса. Этот курс стал единым как для расчёта по платежам, так и для обмена, притом распространялся он как на китайские, так и на предприятия с иностранным капиталом. Подобная унификация самым положительным образом сказалась на увеличении торгового сотрудничества с другими странам, так как единая система заметно упрощала процедуры, отменяя имеющиеся барьеры.

Формально был введён механизм плавающего валютного курса. Народный банк Китая допускал колебания юаня, но установил валютный коридор. В случае неблагоприятной макроэкономической ситуации он мог использовать валютную интервенцию как способ поддержания стабильного курса. Но на деле это был фиксированный курс с жёсткой привязкой к доллару.

Важно заметить, что на новом этапе государством была введена система покупки и продажи валюты, которая заменила систему удерживания части валютной выручки [[17]](#footnote-17). Прежняя система была крайне неэффективна, поскольку она ограничивала возможности экспортных предприятий ввиду того, что сам механизм обмена валюты был излишне забюрократизирован. Каждый раз, когда предприятие собиралось на оставленную валюту совершить импортную закупку, оно должно было согласовывать это с вышестоящими инстанциями. Теперь же этот процесс был упрощён, и компания могла свободно продавать валютную выручку банкам по текущему курсу. То же касается и покупки иностранной валюты, хотя стоит отметить, что этот процесс осуществлялся на определённых условиях. Тем не менее, сама процедура валютных операций была упрощена, что стимулировало экспортную активность.

По мере осуществления реформ и постепенной рационализации курса юаня необходимость в валютных чеках, предоставляемых иностранцам, сошла на нет. За 15-летний период их было напечатано на сумму 4 млрд. юаней, но к 1994 г. их эмиссия завершилась, Народный банк Китая был обязан выкупить их до середины 1995 г.

Пожалуй, одним из наиболее важных преобразований стало создание единого межбанковского рынка валюты, который заменил рынок валютных сделок между предприятиями. Это был качественный скачок, поскольку рынок валюты отныне стал единым по всей стране, а не региональным, как это было раньше. Отныне не предприятия, но банки стали субъектами валютных сделок. Курс юаня определялся на основе спроса и предложения на валютном рынке.

Помимо всего прочего, предприятия с иностранным капиталом были включены в систему банковских валютных расчётов. Но они не только были уравнены в правах с китайскими предприятиями, но и получили некоторые преференции, а именно возможность оставления части валютной выручки на собственных счётах в банке, тогда как национальные предприятия обязаны были сдавать её в банк.

Как уже было сказано, в 1993 г. было заявлено о намерении сделать юань конвертируемой валютой. К 1996 г. удалось достигнуть свободной конвертации юаня по текущим операциям.

Этот шаг был важен, поскольку не только способствовал рационализации юаня, делая его более стабильной валютой, приближая к международным нормам, но и укреплял к нему доверие со стороны иностранцев, это давало им законные гарантии получения прибыли, снижало риски, связанные с валютными операциями. Что не менее важно, это было очередным большим шагом навстречу вступлению в ВТО.

После того, как был установлен единый валютный курс, юань был фактически привязан к доллару на уровне 8,7 (1997 г. – 8,23). Это была своего рода девальвационная мера, так как по оценкам многих экспертов, реальный курс был выше, а фиксация на уровне заниженного обменного курса благоприятствовала экспорту. Фиксированный валютный курс использовали многие развивающиеся страны на начальных стадиях в процессе индустриализации. Это положительно сказывалось на инвестиционном климате, так как зарубежные инвесторы были относительно уверены в завтрашнем дне, зная, что курс регулируется монетарными властями, которые в случае внешних шоков могут его подкорректировать. Это развивало и экспортные отрасли. Именно эти два аспекта были важны для Китая на этапе 1990-х гг.

Особую роль в процессе либерализации сферы валютного регулирования сыграл банковский сектор. Отныне, как уже было сказано выше, именно банки стали главными субъектами на валютном рынке.

**III этап (2005 г. -настоящее время)**

С 21 июля 2005 г. НБК объявил о том, что отныне юань будет управляемой плавающей валютой, отменив прежнюю привязку к доллару. Притом курс будет определяться целой корзиной валют (доллар, евро, йена, рубль и др.). Формально тренд движения валюты определялся рыночными силами, но НБК устанавливал коридоры, в рамках которых юань мог двигаться, сначала это был 0,3 п.п. в день, затем 0,5 п.п. (сейчас 1 п.п.). Сразу после этого объявления, юань укрепился на 2,1%. Рис. 1 показывает, что до июня 2008 г. он вырос, в общем и целом, по отношению к доллару на 20,8% до курса 6,83 юаня за доллар.

**Рисунок 1. Номинальный обменный курс юаня к доллару США**



*Источник: Народный банк Китая.*

Был ли переход к скользящей привязке логичным этапом в эволюции валютной реформы КНР и существовали ли объективные макроэкономические причины для этого перехода?

 На первый взгляд, может показаться, что вступление в ВТО и постоянное давление со стороны западных торговых партнёров, критикующих Пекин за заниженный обменный курс, были одной из главных причин, побудивших власти КНР пойти на этот шаг. Но в действительности ситуация намного глубже и связана она, прежде всего, с особенностями макроэкономического цикла Китая в период трансформационных процессов.

Китайскому экономическому росту свойственна цикличность, которая обрела модифицированную форму в конце 1990-х гг. В начале цикла государство проводит стимулирующую монетарную или фискальную политику, следствием которой является инвестиционный бум. Увеличенный объём капиталовложений обеспечивает рост производства, но, как правило это приводит к перегреву экономики. Результатом этого является инфляция спроса и издержек – растут цены на сырье и материалы. Государство принимает контрциклические меры, сокращая, к примеру, государственные расходы или повышая норму обязательных резервов. Сдерживающие меры не только снижают разогнавшуюся инфляцию, замедляя экономический рост, но и приводят в отдельных отраслях к дефляционным процессам, как это впервые наблюдалось в 1997 г., когда попытки властей совершить “мягкую посадку” не увенчались успехом. Ужесточение политики приводит к ограничению спроса, а предприятия сталкиваются с проблемой реализации продукции – запасы товаров накапливаются, а кредиты, взятые в банках на ведение операционной деятельности, не возвращаются – в банковской сфере обостряется проблема “плохих долгов”. Более того, невозможность реализовать продукцию вынуждает предпринимателей сокращать издержки за счёт увольнений – безработица увеличивается, обостряется социальная напряжённость.

**Рисунок 2. Уровень потребления к ВВП в КНР и США с 1995 по 2012 гг.**

*Источник:МВФ.*

Представляется уместным обозначить специфику совокупного потребительского спроса в КНР, что является фундаментальным для понимания макроэкономического цикла. В Китае исторически высокие норма накопления (около 40%) и норма сбережения (50%) – последняя делает затруднительным стимулирование экономического роста посредством воздействия на потребление. Рис. 2 иллюстрирует, что уровень потребления в КНР ниже, чем в США, в среднем в 1,5-2 раза. В 1997 г. доля потребления в ВВП в Китае составила 45%, в то время как в США этот показатель равнялся 67%. Более того, после вступления в ВТО он стал падать – к 2005 г. потребление обеспечивало только 39% ВВП, в то время как доля экспорта стала неуклонно расти.

Этому может быть несколько причин. Несмотря на то, что на идеологическом уровне КПК строит “социализм с китайской спецификой”, на деле рыночная трансформация продолжается в Китае уже не первое десятилетие. Это вполне очевидный факт. Вместе с тем, подобная трансформация порождает реформирование отношений собственности. Сейчас государственные компании производят лишь 20% всего ВВП. Снижение количества государственных предприятий приводит к повышению уровня безработицы, что вызывает неопределённые ожидания. Вкупе с низкой системой социального обеспечения, они приводят к тому, что люди начинают сберегать значительную часть своего дохода. Это является причиной, почему в кризисную фазу воздействовать на потребительский рынок крайне сложно, и это затрудняет проведение эффективной антициклической политики. Что не менее важно, неразвитость финансовых рынков затрудняет трансформацию денежных средств, значительная их часть распределяется неэффективно. Избыток внутренних сбережений, который не находит полного эффективного внутреннего применения, приводит к положительному сальдо по счёту текущих операций:

**S-I=X-M(XN)**

Следствие профицита счёта текущих операций при ограниченности капитального счёта – быстрое накопление валютных резервов. Оно отражает избыток внутренних сбережений, которые не находят производительного применения. Высокий уровень сбережений означает низкий уровень потребления. Это, в свою очередь, свидетельствует об узости потребительского спроса и вынуждает экономический рост ориентироваться на другие драйверы.

Выход из кризисной фазы цикла в конце 1990-х гг. был обеспечен, в конечном итоге, за счёт роста инвестиционной и экспортной составляющей. Резкий скачок инвестиций, главным образом, произошёл в чёрной металлургии, алюминиевой промышленности, производстве цемента, автомобильной промышленности, текстильной промышленности, секторе недвижимости.

Таким образом, в модели экономического развития конца 1990-х – начала 2000-х гг. наблюдалась зависимость экономического роста от инвестиционной и экспортной составляющей, что подвергало страну серьёзным рискам в случае внешних дисбалансов.

В целом, на начальной стадии реформ опора на экспорт и инвестиции была необходима. Точно таким же образом до КНР развивались “азиатские тигры”. В случае Китая высокая занятость обеспечивалась низкой заработной платой, норма накопления превосходила потребление. На этом этапе социальные нужды были отданы в жертву экономическому росту с большим профицитом торгового баланса, увеличивающимися золотовалютными резервами, избыточным потреблением ресурсов и загрязнением окружающей среды. Внутреннее потребление не могло выступать локомотивом экономического развития.

Эту проблемы понимают и сами китайские руководители, ещё в конце 1990-х гг. заявившие, что необходимо отходить от количественного роста в пользу качественного. Но процесс этот охватит, как минимум, десятилетие, поскольку трансформация китайской модели в условиях сочетания “сильной государственной власти с расширением и углублением рыночных отношений в экономике”[[18]](#footnote-18) происходит довольно медленно.

В этом отношении реформы сферы валютного регулирования наряду с комплексной либерализацией всей финансовой системы и модернизацией социальной сферы призваны снизить зависимость Китая от модели экономического роста, опирающейся на внешнеторговую и инвестиционную составляющую.

Улучшение прозрачности финансовой системы позволит повысить доверие со стороны населения, способствовать аккумулированию сбережений. Либерализация валютного режима выступает не столько причиной, сколько следствием всех этих процессов. В этом отношении постепенность ревальвации юаня благоприятно сказывается на ходе реформ.

Вплоть до середины 2008 г. обменный курс юаня рос, но в планы по дальнейшей ревальвации вмешался ипотечный кризис в США, вылившийся в разрушительный мировой кризис. Он, безусловно, коснулся и Китая. Сказалась зависимость экономики от иностранных инвестиций и экспортоориентированных отраслей. Так как вследствие снижения доходов за рубежом спрос на китайскую продукцию упал, то экспорт КНР сократился на 15,9% по итогам 2009 г.[[19]](#footnote-19) Жертвами кризиса стали более 20 млн. китайцев, потерявших свои рабочие места, тысячи экспортоориентированных предприятий обанкротились.

Вкупе с целым пакетом мер по стимулированию экономики в кризисный период, правительство решило на время приостановить укрепление валюты. До середины 2010 г. курс держался на уровне 6,83 юаня за доллар.

С 19 июня 2010 г., когда ситуация на мировых рынках уже в целом нормализовалась, НБК заявил о намерении продолжать укрепление юаня. Вместе с тем, он настаивал, что это должны быть постепенные шаги, чтобы китайские компании смогли приспособиться к новым условиям. С июня 2010 г. по апрель 2013 г. курс вырос с 6,83 юаней за 1 доллар США до 6,26 соответственно, что обозначило укрепление на 8,3 п.п.

Таким образом, подводя промежуточные итоги, нами было отмечено, что КНР на протяжении более чем двадцати лет занимается активным реформированием системы валютного регулирования. Исходя из особенностей и специфики текущего экономического развития, из всего многообразия валютных режимов, существующих на текущий момент в мире, монетарные власти КНР придерживаются гибкой привязки. Это отражает современную динамику - текущая тенденция международных валютных практик такова, что всё меньше стран используют крайнюю форму жёсткой привязки – более половины стран-участниц МВФ придерживаются валютных режимов с гибкой привязкой. К этой категории относится КНР и РФ с тем лишь различием, что первая исповедует чуть более жёсткий тип регулирования, а наша страна проводит более свободную валютную политику.

Анализ статей платёжного баланса показал высокую степень взаимосвязи с режимом валютного курса. Выяснилось, что страны с фиксированным режимом могут столкнуться с проблемой “невозможного триединства”, так как невозможно выполнять три условия одновременно: осуществлять независимую монетарную политику, проводить политику фиксированного режима и иметь абсолютную мобильность капитала. Более того, для поддержания постоянного обменного курса, монетарные власти вынуждены проводить валютные интервенции, воздействуя на объём золотовалютных резервов. В рамках режима плавающего валютного курса, обменный курс саморегулируется под воздействием рыночных механизмов.

Наконец, исследование этапов валютного регулирование показало последовательную динамику рыночных преобразований, а описание механизма макроэкономического цикла выявило проблему воздействия в кризисную фазу на потребительский спрос, отметив, что ведущими драйверами в фазе оживления выступает экспортная и инвестиционная составляющая.

В контексте реформирования всей валютной системы представляется крайне интересным её анализ в рамках институциональных преобразований всей китайской экономики, в особенности, во взаимосвязи с элементами её финансовой сферы. Будучи одним из ключевых элементов преобразований китайской экономики, она является индикатором, отражающим как успехи, так и проблемные зоны китайской экономики.

# Глава 2. Валютная реформа в контексте институционального реформирования китайской экономики

Валютная система охватывает все составляющей финансового контроля страны. В некотором смысле её можно называть оболочкой экономической системы, которая вбирает в себя все элементы финансовой структуры. Важно понимать, что проблемы, возникающие в сфере валютного регулирование, являются следствием вопросов торговой политики, функционирования банковских структур, рынков страхования, недвижимости, фондовых активов. Эти элементы находятся в высокой степени взаимосвязи друг с другом.

Имеет смысл разобраться, как в условиях институционального реформирования экономики КНР происходит взаимовлияние валютной системы с торговым балансом и с рынком капитальных активов. Это, в свою очередь, позволит сделать промежуточную оценку текущего этапа валютной реформы и оценить степень продвижения китайской национальной валюты на международные рынки.

## 2.1 Воздействие на внешнеторговый сектор

Тенденция последних лет такова, что при текущем валютном режиме, практикуемым монетарными властями КНР – гибкой привязке, в рамках которой обменный курс юаня привязывается к корзине из 11 валют, валютный курс оказывал девальвационный эффект на экспортные операции: недооценённый юань снижал относительную стоимость китайских вывозимых товаров, повышая их конкурентоспособность на мировых рынках.

Динамика статей платёжного баланса, в частности, счёта текущих операций, куда входит статья сальдо торгового баланса, демонстрирует стремительный рост с 2001 г. После вступления КНР в ВТО размер торгово-экономического сотрудничества с мировым сообществом возрос в разы. Рис. 3 показывает, что с 2001 по 2008 гг. сальдо по счёту текущих операций выросло в 21 раз, достигнув в предкризисный год 420 млрд. долл. США. Отметим и то, что вплоть до 2011 г. в КНР существовала проблема “двойного профицита” платёжного баланса, то есть статьи счёта текущих операций и счёта движения капитала были обе положительными, а из-за фиксированной привязки и ограниченной мобильности капитала КНР удалось накопить крупные золотовалютные резервы.

**Рисунок 3 . Сводный график статей платёжного баланса**

*Источник: Государственное управление валютного контроля КНР (State Administration of Foreign Exchange.*

Стоит остановиться подробнее на динамике торгового баланса. Сегодня КНР является крупнейшим мировым экспортёром, обогнав в 2010 г. Германию. Рис. 4 иллюстрирует, что экспорт КНР неуклонно растёт. За последнюю декаду лишь в 2009 г. объём экспортных операций упал: основные торговые партнёры КНР – страны ЕС испытывали серьёзные проблемы с платежеспособностью, что не могло не сказаться на импорте товаров из Китая.

Пик торгового профицита пришёлся на 2008 г., когда экспорт товаров и услуг превысил импорт на 348 млрд. долл. Затем мировые рынки взяли полуторагодичную паузу, что негативно сказалось на внешнеторговой деятельности КНР. Но несмотря на рост экспорта после 2009 г. профицит торгового баланса оставался на примерно одинаковом уровне. За последние 4 года он был на отметке 220-230 млрд. долл. (кроме 2011 г., когда он составил 188 млрд. долл). Одним из объяснений может быть продолжение политики ревальвации юаня в посткризисный период. За время с момента объявления о возвращении к плавающему курсу (июнь 2010 г.) обменный курс юаня укрепился на 8,3%. В подтверждение сказанному отметим, что импорт после этого резко вырос, составив в 2012 г. 2,01 трлн. долл. США.

**Рисунок 4. Сводный график импорта, экспорта, торгового баланса**

*Источник: Государственное управление валютного контроля КНР (State Administration of Foreign Exchange).*

Как можно заметить из рис. 5, ревальвация юаня постепенно приводит к снижению роста экспорта. Изменение, конечно, не носит масштабного характера, но отражают тенденцию, что может быть ответом на критику западных партнёров.

**Рисунок 5. Сводный график ежегодного роста экспорта(%) и среднего номинального обменного курса юаня**

*Источник: China Bureau of Statistics.*

Китайские высокопоставленные чиновники, отвечая на вопросы по дальнейшему реформированию валютной системы КНР, отмечают, что стабильный валютный курс и низкие темпы ревальвации национальной валюты направлены не столько на то, чтобы увеличить торговый баланс, сколько на то, чтобы сохранять инвестиционную стабильность, привлекая международных инвесторов, которые способны привнести в экономику страны новые технологии. Безусловно, давление со стороны других стран огромное, но, вместе с тем, китайские политики заявляют, что им нужно решать свои внутренние проблемы. Один неназванный источник из правительства заявил в декабре 2009 г.: “Как страна может позволить себе провести немедленную ревальвацию юаня, если 40 млн. китайцев до сих пор живут меньше, чем на 1 долл. в день?” [[20]](#footnote-20)

С точки зрения китайских экспертов, экономический рост – залог политической стабильности в стране. Страна тем более не может позволить себе резко идти на валютные реформы, так как китайские экспортёры потеряют конкурентное преимущество и будут вынуждены задерживать зарплату работникам, либо вовсе увольнять их. Социальная нестабильность в Китае в широких масштабах в долгосрочной перспективе может оказать на мировые рынки крайне негативные последствия. Вместе с тем, китайские чиновники отмечают, что за последние годы темпы роста импорта превышают экспорт, а сальдо торгового баланса и вовсе сокращается, особенно в посткризисный период.

В долгосрочной перспективе, сомнений нет, торговое сальдо останется положительным. Вероятней всего, что ревальвация в паре с инфляцией (отчасти из-за повышения заработных плат) поспособствует дальнейшему снижению роста экспорта. Более того, это может коснуться и иностранных инвестиций, хотя и не очень значимой, в том отношении, что увеличивающиеся издержки оплаты труда делают производство в Китае относительно дороже, чем скажем в соседней Бирме, Камбодже или Лаосе. С другой стороны, Китай обладает колоссальной инфраструктурой и выходом к морю (если говорить о восточных провинциях), поэтому вряд ли в среднесрочной перспективе сильно пострадает из-за этого. Хотя передать часть “грязного” и трудоёмкого производства имело бы некоторый смысл, особенно в условиях того, что в планах новой пятилетки указывается на снижение загрязнения окружающей среды и способствование развитию “зелёных” технологий.

Отметим и то, что уже 8% всех торговых операций совершаются в юанях. Это стало возможным благодаря таким мерам, как разрешение использования юаня в трансграничных операциях, валютные свопы, заключаемые между Центральными банками. Подробный анализ этих процессов будет приведён позже, пока лишь стоит сказать, что торговые сделки напрямую в юанях выгодны как китайским экспортёрам, так и их контрагентам. С точки зрения продавца это снижение транзакционных издержек, связанных с обменом валюты, а также уменьшение рисков от изменения курса, которое тоже в определённой степени закладывается в цену товара. Соответственно это приводит к снижение себестоимости товара. Для покупателя это означает более прозрачное формирование цены товара.

Таким образом, мы отмечаем, что валютная реформа Китая и сопутствующая ей ревальвация обменного курса приводят к тому, что темпы прироста экспорта медленно, но снижаются. Это можно рассматривать как позитивное явление, поскольку это способствует снижению зависимости экономического роста от внешнеторговой деятельности, определяя другие драйверы роста экономики.

## 2.2 Воздействие на рынок капитальных активов

Свободная конвертация китайской валюты по счёту движения капитала и финансовых инструментов является, пожалуй, наиболее обсуждаемой темой всей реформы валютного регулирования. Если счёт текущих операция был либерализован ещё в середине 1990-х гг., что способствовало увеличению внешнеторговых операций, то счёт движения капитала остаётся под контролем монетарных регуляторов. Это является одной из главных причин нежелания властей КНР переходить к модели рыночного формирования обменного курса.

Как упоминалось выше, в КНР на протяжении долгого времени складывалась ситуация “двойного профицита” – по счёту текущих операций и по счёту движения капитала. Действительно, начиная с 1999 г. по 2011 г. включительно оба раздела баланса были положительными (рис. 3) . То есть Китай являлся не только чистым экспортёром, но и чистым кредитором капитальных активов.

Положительное сальдо по счёту движения капитала можно объяснить следующим механизмом. В нормальной среде, когда движение капитала ничем не ограничено, получаемая экспортёрами выручка имеет разные пути мобильности, в том числе за границу, где более высокие процентные ставки могут предлагать более высокую доходность. В Китае официальные каналы вывоза капитала ограничены – именно поэтому резиденты не имеют возможности легального инвестирования крупных сумм в прямые или портфельные зарубежные активы.

**Рисунок 6.** **Динамика ПИИ в КНР и из КНР, чистый приток портфельных инвестиций с 2008 по 2011 гг.**

*Источник: Всемирный Банк.*

Как мы видим (рис. 6), доля прямых иностранных инвестиций в КНР сравнительно высока, прямые зарубежные инвестиции уже набирают обороты, в то время как доля портфельных довольно мала.

Вместе с тем, потребность в легальном вывозе действительно есть, об этом косвенно говорят оценочные цифры по утечке капитала – в 2008 г. по некоторым источникам было нелегально вывезено 56 млрд. долл. США – доходы резидентов растут, равно как и золотовалютные резервы. Ограничивая движение капитала и поддерживая фиксированный валютный курс, Китай накопил к 2012 г. 3,4 трлн. долл. США (рис. 7) и является на сегодняшний день крупнейшим мировым обладателем золотовалютных запасов.

**Рисунок 7. Объём золотовалютных резервов КНР**

*Источник: Государственное управление валютного контроля КНР (State Administration of Foreign Exchange).*

Почему Китай не может либерализовать счёт движения капитала, какие риски за этим стоят? И что сделано властями в этом направлении за последние годы?

Полная либерализация движения капитальных активов предполагает, что валюта может выполнять функции средства платежа, обращения, инвестирования и сбережения. Это приведёт к тому, что в Китай в больших объёмах устремится спекулятивный капитал. Для незрелой финансовой системы КНР, функционирующей по специфическим законам, это может оказаться губительно.

В частности, пострадает банковская система – значительная часть сумм, функционирующих в её пределах и предназначенная для кредитования предприятий, может её покинуть. Более того, государственные банки, в особенности среднего размера, могут оказаться неконкурентоспособными перед иностранными, что может спровоцировать угрозу их банкротства и потерю сбережений вкладчиков, что неминуемо приведёт к социальной проблеме. Невозможно не упомянуть о проблеме “мягких бюджетных ограничений”[[21]](#footnote-21), результатом которых является “накачивание” предприятий ликвидностью, и как следствие возникает проблема “плохих долгов” – в кризисную фазу этот показатель, по оценке некоторых агентств, достигал 15%[[22]](#footnote-22), хотя официальные источники указывали на стабильную ситуацию, во что с трудом вериться. Всё это далеко не в пользу китайских банков. Ещё одна проблема, о которой стоит упомянуть – низкая доля кредитования малого и среднего бизнеса. Пока лишь на их долю приходится 3% всех кредитов, притом, что производят они более половины ВВП[[23]](#footnote-23). Иностранные банки могут занять эту нишу.

Кроме банковской системы могут пострадать фондовый рынок и рынок недвижимости – главным образом за счёт массированного притока и оттока спекулятивного капитала. Нельзя не вспомнить осень 2007 г. – момент обвала Шанхайской фондовой биржи.

**Рисунок 8. Динамика индекса Shanghai Composite**



*Источник: Yahoo finance.*

Рис. 8 демонстрирует, что с начала 2006 г. индекс непрерывно рос. Но эту картину нужно интерпретировать в контексте специфических процессов, происходивших в то время.

В теории главная функция фондового рынка заключается в аккумуляции сбережений и трансформации их в инвестиции. В условиях китайской действительности, где норма сбережения чрезвычайно высока (53% от ВВП), роль фондового рынка чрезвычайно важна. Но надо признать, что сама система функционирования китайского фондового рынка не является адекватной в том смысле, что он не может обеспечивать межотраслевой перелив капитала, то есть распределять средства в те сектора экономики, где этого требуют рыночные механизмы. Административные барьеры, контроль за свободным движением капитала приводят к тому, что в этой системе существует множество изъянов, так как рынок не может объективно обеспечивать внешний контроль за компаниями. Фондовый рынок является скорее вспомогательным источником финансирования, тогда как доминирующим всё же остаётся банковское кредитование.

Надо признать, что сама институциональная структура, связанная с сохранением государственного контроля и сегментации рынка приводит к преобладанию спекулятивной деятельности. Сложно стать долгосрочным инвестором, потому что механизм слияний и поглощений работает только в ограниченных масштабах.

Анализируя более подробно динамику индекса Shanghai Composite, можно увидеть, что он вырос в 3 раза в период с 2006 по 2007 гг., добравшись до психологического барьера в 6000 пунктов. Отметим, что на данном этапе, движение индексов фондового рынка не вполне адекватно отражали экономический рост. Поэтому изменения котировок были скорее связаны со спекулятивной деятельностью, направленной на извлечение краткосрочной прибыли. Рассуждая объективно, необходимо признать, что эта ситуация есть не что иное, как очевидный “пузырь”.

Так, почему же образовался пузырь на фондовом рынке?

Во-первых, это совпало с реформой, которая ослабляла контроль над фондовым рынком, в ограниченной мере впуская иностранных инвесторов. Во-вторых, это совпало с моментом выхода на IPO крупнейших китайских банков и других крупных компаний. Более того, надо принимать во внимание особенности калькуляции, так как доля отдельной компании в совокупном индексе определялась исходя из совокупной капитализации компании, даже если только часть её реально торговалась на рынке. Так или иначе, но ажиотаж вокруг листинга крупнейших китайских компаний потянул за собой индексы вверх. Отметим вновь приток спекулятивного капитала в этом периоде (2005-2008 гг.) – юань постоянно укреплялся, ставка процента по депозитам в Китае была выше, чем в США, что привлекало краткосрочных инвесторов.

Все эти факторы не могли не подогревать пузырь, который в конечном итоге лопнул на фоне негативных ожиданий распродажи акций и надвигающейся рецессии на ипотечном рынке в США. Обвал рынка составил около 70% .

Все сказанное выше подводит к мысли о том, что резкая либерализация движения капитала может быть губительна для переходной финансовой системы КНР. В некотором смысле она представляет собой усиление дефляционных рисков, связанных с избыточными мощностями, и инфляционных, коррелирующими с притоком спекулятивного капитала. Именно поэтому власти предпринимают очень осторожные попытки либерализации каналов движения капитала в Китай и за его пределы.

Кроме введения пилотных программы по использованию юаня в трансграничных сделках по продвижению китайской валюты за рубежом, стоит отметить и возникновение системы квалифицированных институциональных зарубежных инвесторов (QFII), благодаря которой иностранные компании, одобренные властями, могли покупать ценные бумаги китайских компаний. В 2002 г. ограничением по этим операциям являлась квота, которая составляла 30 млрд. долл. В дальнейшем был сделан ещё один шаг вперёд – с 31 января 2006 г. иностранным инвесторам было разрешено напрямую, без схемы QFII и без посредничества инвестиционных фондов, покупать акции типа А, то есть те, которые ранее предназначались исключительно для китайских инвесторов, при условии, что они покупают не менее 10% акции компании и обязуются не перепродавать их в течении трёх последующих лет. Если говорить о портфельных инвестициях за рубеж, то этот канал был приоткрыт благодаря введению системы “квалифицированных национальных институциональных инвесторов” (QDII). Отметим, что квалифицированные институциональные инвесторы ещё в 2010 г. получили право на инвестирование в рынок межбанковских облигаций.

Последние действия и заявления властей дают почву для размышления.

27 февраля 2012 г. департамент финансовых исследований и статистики Народного банка Китая опубликовал отчёт, в котором, в частности, заявлялось о том, что период кризисной фазы прошёл и ближайшее будущее представляет благоприятные условия для продолжения ускоренной либерализации счёта движения капитала[[24]](#footnote-24).

По словам авторов этого доклада, выгоды от ускоренной либерализации при текущей мировой экономической конъюнктуре перевешивают риски, связанные с ней. Исследователи аргументируют это тем, что в условиях кризиса в западных странах, выгоды от прямых зарубежных инвестиций китайских компаний, связанные со сделками по слияниям и поглощениям, приобретением зарубежных патентов и инновационных технологий превышают потенциальные риски, связанные с укреплением обменного курса юаня. Чиновники убеждены, что риски управляемы, потому что Китай обладает низким краткосрочным внешним долгом, снижающимся (на начало 2012 г.) в банковской системе уровнем просроченных кредитов, а также потому что доля владения иностранцами недвижимых и фондовых активов низка.

В соответствии с текущими оценками была разработана “дорожная карта”, которая предполагает, что либерализация капитального счёта должна быть произведена в три этапа в течение ближайших 10 лет.

В краткосрочной перспективе (1-3 года) необходимо стимулировать экспансию китайских компаний за рубеж, ослабляя регулирование в области прямых инвестиций за рубеж.

Среднесрочная перспектива (3-5 лет) предполагает ослабление контроля в сфере коммерческой деятельности, более широкое использование юаня в трансграничных торговых сделках. Этот процесс должен проходить одновременно с реформированием банковской системы, направленным на повышение степени конкурентоспособности национальных финансовых институтов, а так же создании более прозрачного и удобного механизма финансирования частных предприятий. Более того, необходимо продолжить укрепление позиций оффшорной китайской валюты в Гонконге, Сингапуре и Лондоне с потенциальным выходом на другие рынки.

В долгосрочном периоде (5-10 лет) на базе сформировавшегося механизма притока капитала в КНР должны быть в полной мере либерализованы каналы оттока капитала. В докладе особо подчёркивается необходимость либерализации движения капитальных активов на основе двух принципов: во-первых, “открытие рынков” в порядке их зрелости, допуская иностранные активы сначала на первичные рынки (рынок недвижимости и т.д.), а затем на вторичные (рынки акций, облигаций). Во-вторых, принцип приоритета либерализации каналов притока над каналами оттока.

Важно, что этот процесс не только поддерживается властями на идейном уровне, о чём свидетельствуют их заявление, выраженные в планах 12-ой пятилетки[[25]](#footnote-25), но и то, что они начали реализовываться на практике.

Монетарные власти дали понять, что не намерены ждать ещё более благоприятных условий для либерализации движения капитальных активов - они обозначили стремление проводить одновременно реформу процентных ставок, обменного курса и постепенного продвижения интернационализации юаня. Косвенным фактом, подтверждающим этот аргумент, можно считать заявление руководителей Народного банка Китая Чжоу Сяочхуаня и Государственного управления валютным контролем И Ганга на конференции 12 марта 2012 года о планах создания программы страхования депозитных счетов. Реформа ставки процента затронет кредитные и депозитные ставки, в теории неконкурентные банки должны уйти с рынка. Страхование депозитных счетов в этом смысле призвано обезопасить вкладчиков от рисков, связанных с неопределёнными ожиданиями. Финансовой прозрачности и улучшению деятельности банковской сферы должны содействовать повышенные требования банковских регуляторов в соответствии с соглашением Базель-III[[26]](#footnote-26).

14 апреля, спустя 2 месяца после появления доклада, было объявлено о том, что с 16 апреля валютный коридор по паре юань/доллар расширяется с 0,5 п.п. до 1 п.п. в день. Этот шаг, с одной стороны, показал, что власти намерены делать курс более гибким, с другой – продемонстрировал, что валюта не является сильно недооцененной, и даже в случае расширения валютного коридора обменный курс не будет сильно колебаться, что он находится на равновесном значении.

Планируется увеличение квоты зарубежных институциональных инвесторов. Так, если на конец 2012 г. она составила 30 млрд. долл., то в первой половине 2013 г. на эти цели планируется выделить 80 млрд. долл.[[27]](#footnote-27). Что касается каналов вывоза капитала, то на сегодняшний день граждане Китая могут вывозить лишь 50 тыс. долл. в год[[28]](#footnote-28). Но начаты новые пилотные проекты по продвижению китайской валюты на зарубежных рынках, о чём более подробно будет рассказано чуть позже.

Так или иначе, меры предпринятые властями в 2012 г., вылились в то, что впервые за 13 лет сальдо по счёту движения капитала и финансовым операциям оказалось отрицательным, составив рекордные 16,8 млрд. долл. – такого сильного чистого оттока в Китае ещё не происходило. Аналитики связывают это прежде всего с тем, что монетарные власти меньше, чем раньше проводили валютные интервенции[[29]](#footnote-29). За 2012 г. юань укрепился на 0,2 п.п., притом, что за аналогичный период золотовалютных резервов было накоплено меньше, чем за все предыдущие годы – всего на 96 млрд.долл. США (рис. 7) против рекордных 480 млрд. долл. в 2008 г., когда в кризисный период власти вернулись к жёсткой привязке к доллару и были вынуждены скупать иностранные активы, чтобы обеспечить обменный курс на уровне 6,82 юаня за доллар. Наименьший рост резервов за последнее время вызван, с одной стороны, большей либерализацией в счёте движения капитала, а с другой меньшими интервенциями со стороны монетарных регуляторов. Представители ГУВК заявили, что дефицит счёта движения капитала отражает позитивную тенденцию децентрализации денег в государственном секторе и их перетока в частный, что позволяет рыночным агентам инвестировать капитал за рубеж[[30]](#footnote-30). Более того, нестабильная ситуация на мировых рынках вынуждала китайских игроков хеджироваться, скупая низкрорискованные иностранные активы.

В 2012 г. прямые иностранные инвестиции в КНР составили 111,7 млрд долл. США, портфельные выросли на 58% по сравнению с прошлым годом, достигнув значения в 82,3 млрд долл. США, что меньше, чем в 2009 г., когда на спекулятивные цели рыночными агентами было потрачено 110 млрд. долл. США.

Несмотря на позитивные ожидания в отношении дефицита счёта движения капитальных активов, многие эксперты прогнозируют приток капитала на китайские финансовые рынки в 2013 г.[[31]](#footnote-31) на фоне программ “количественного смягчения” в развитых странах и стабилизации экономического роста в КНР и ожиданий сдерживающей кредитно-денежной политики[[32]](#footnote-32).

Так или иначе, можно видеть, что процесс либерализации движения капитала в 2012 г. вновь тронулся с места. В действительности он протекает автономно – игроки на рынке всегда находят способы или какие-то ни было лазейки, позволяющие совершать манипуляции с капиталом в больших размерах, чем это официально разрешено.

Задача правительства в данном случае сводится к тому, чтобы не выпустить этот процесс из-под собственного контроля. Десятилетний срок, который поставили перед собой власти на полную либерализацию движения капитальных активов и достижения свободной конвертации юаня, представляется адекватным, но лишь в том случае, если внешние или внутренние социально-экономические потрясения не затормозят ход реформы, как это произошло в 2008 г. Комплексная модернизация финансовой системы, в частности, банковских структур, фондового рынка, рынка страхования, недвижимости, наконец, реформирование процентных ставок должны в синергии привести к результату качественно нового уровня, в рамках которого свободная конвертация юаня будет не какой-то угрозой, вследствие которой может произойти обвал одного из механизмов системы, но гармонично встроенным инструментом, связывающим каналы потоков и оттоков валюты.

## 2.3 Интернационализация юаня

Принимая во внимание размер экономики КНР, её тесные торговые связи со внешними рынками и то воздействие, которое она на них оказывает, нельзя не отметить, что следствием процесса либерализации движения капитальных активов и свободной конвертации юаня является перспектива становления юаня в качестве резервной валюты. В последние годы довольно часто употребляют термин “интернационализация юаня”. В условиях относительного ослабления роли американской валюты, многие страны, в особенности развивающиеся, видят в юане новую перспективную валюту.

В конце срока своего правления в 2012 г. премьер Госсовета КНР Вэнь Цзябао заявил, что процесс интернационализации юаня длительный, требует постепенных структурных преобразований в Китае[[33]](#footnote-33). Среди основных условий он выделил стабильность экономического развития и финансовой системы, зрелость финансовых регуляторов, а также повышение доверия к китайской валюте во всём мире.

Для того чтобы юань мог считаться ведущей валютой, ему необходимо выполнить ряд условий:

1. Во-первых, необходимо, чтобы юань активно применялся в международных торговых расчётах, то есть, чтобы на него был спрос со стороны международных экономических агентов;
2. Во-вторых, он должен выполнять функцию средства обращения и сбережения не только в пределах КНР, но и на иностранных финансовых рынках. Это, в свою очередь, может произойти только в контексте продолжающейся валютной реформы и либерализации счёта движения капитала;
3. Наконец, последним условием, является выполнение функции мировой резервной валюты. А именно – активное использование юаня в качестве средства сбережения Центральными банками в золотовалютных резервах.

Какие реальные попытки были предприняты китайскими властями в целях увеличения объёмов применения юаневой денежной массы в сфере торговли товарами и услугами?

Отметим, что начало интернационализации юаня положил эксперимент, предпринятый НБК в июле 2009 г. Он заключался в том, чтобы использовать юань в качестве расчётной единицы в трансграничных сделках с Гонконгом, Макао и странами АСЕАН. Первоначально, он охватывал 365 предприятий пяти городов (Шанхай, Гуанчжоу, Шеньчжень, Чжухай, Дунгуань). Стоит отметить, что до этого КНР уже договорился вести расчёты в национальной валюте в приграничной торговле с 9 странами (в том числе с РФ, Казахстаном, Киргизией, Белоруссией, Монголией, Вьетнамом, Лаосом, Непалом, Мьянмой и Северной Кореей). То, что проект распространился на страны АСЕАН, является логическим продолжением соглашения о зоне свободной торговле между КНР и АСЕАН. Для последних Китай является главным торговым партнёром. В 2010 г. объём товарооборота между ними составил 298 млрд. долл. По прогнозам экспертов, к 2015 г. он вырастет до 500 млрд. долл. Поэтому использование юаня в торговых сделках между партнёрами кажется вполне логичным.

Уже через год (декабрь 2010 г.) пилотный проект по применению юаня в трансграничных сделках был расширен до 20 провинций страны[[34]](#footnote-34). Контрагентами могли выступать не только Гонконг, Макао и страны АСЕАН, но страны всего мира. Только по итогам первой половины 2011 г. объём внешнеторговых расчётов в юанях достиг 957 млрд. юаней (из них 803 млрд. юаней приходится на Гонконг). На сегодняшний день эта инициатива действует на территории всей страны.

Немаловажным шагом по пути увеличения использования юаня в торговых операциях является тот факт, что НБК в последние годы расширил практику валютных свопов – соглашений с партнёрами на межгосударственном уровне, которые позволяют отказаться от использования в международной торговле долларов или евро. Суть этих соглашений в том, что трансграничные операции, в частности, китайский импорт в эти страны в случае форс-мажорных обстоятельств, будут, так или иначе, оплачиваться при помощи китайской валюты. Это позволит, с одной стороны, снизить зависимость от волатильности американского доллара, а с другой - снизит транзакционные издержки обмена валют. Этот шаг будет содействовать расширению использования юаня в качестве расчётной валюты, а также укреплять доверие к нему на региональном уровне.

**Таблица №1. Соглашения о валютных свопах КНР с некоторыми странами-партнёрами**

|  |  |
| --- | --- |
| **Страна** | **Сумма свопа (млрд.юаней)** |
| Гонконг | 400 |
| Южная Корея | 360 |
| Сингапур | 300 |
| Австралия | 200 |
| Бразилия | 190 |
| Малайзия | 180 |
| Индонезия | 100 |
| Аргентина | 70 |
| Таиланд | 70 |
| Белоруссия | 20 |

*Источник: xe.com[[35]](#footnote-35).*

Своп-соглашения о взаимном обмене национальными валютами были уже достигнуты с 20 странами-партнёрами. Как видно из таблицы 1, крупнейшее своп-соглашение у КНР с Гонконгом (400 млрд. юаней). Это неудивительно, так как через Гонконг проходит огромное количество торговых операций с материкового Китая. Также стоит отметить Южную Корею (360 млрд. юаней) и подписавшую зимой 2012 г. своп-соглашение Австралию (200 млрд. юаней).

Стратегическую важность использования юаня во взаимных расчётах Китай видит со странами АСЕАН, а также странами Латинской Америки, что подтверждают соглашения с Бразилией и Аргентиной. Что касается европейских государств, то подобные соглашения достигнуты лишь с Белоруссией и Исландией. Но этот вопрос серьёзно обсуждается в последнее время с Англией и Францией.[[36]](#footnote-36) По сведениям информационного аналитического агентства Bloomberg, Банк Англии намерен стать первым Центральным банком из “большой семёрки”, который заключит подобное соглашение с Пекином. Оговариваемая сумма достигает 400 млрд. юаней[[37]](#footnote-37).

 В основном все своп-соглашения рассчитаны на три года, в некоторых случаях (как с Малайзией, Гонконгом, Южной Кореей, Сингапуром) ввиду успешности и эффективности подобного эксперимента договорённости продлеваются, а сумма свопов увеличивалась. На конец 2012 г. общая сумма своп-соглашений составляла 2,01 трлн. юаней[[38]](#footnote-38).

По итогам 2012 г. объём трансграничных юаневых сделок со 181 страной мира составлял 2,94 млрд. юаней (рис. 9), что составляет 8%[[39]](#footnote-39) от всех платежей КНР, притом что динамика этого тренда восходящая, и это учитывая то, что ещё 3 года назад ничего подобного не было. В 2012 г. всем торговым компаниям, имеющим импортную или экспортную лицензию, разрешалось вести торговлю в юанях. По оценкам инвестиционного банка HSBC, к 2015 г. около 30% всех сделок будет заключаться в юанях[[40]](#footnote-40). Стоит отметить, что доля торговых операций, номинированных в юане, на территории Азии составляет сегодня уже 13%[[41]](#footnote-41).

**Рисунок 9. Обьём торговых сделок в юанях**

*Источник: PBOC.*

Определённых успехов достигла программа использования юаня на зарубежных финансовых площадках.

Во-первых, стоит отметить развитие оффшорного рынка юаней в Гонконге. Это является стратегически важным ходом. На примере Гонконга континентальные власти “отрабатывают” схемы свободно конвертируемой валюты, оффшорная валюта CNH (индекс континентального юаня - CNY) торгуется без государственного вмешательства, формируясь под воздействием рыночных сил. Рис. 10 показывает высокую степень корреляции обменных курсов.

**Рисунок 10. Спот-курсы CNY и CNH**



*Источник: BNP Pariba.*

В действительности это ещё одна мера содействия либерализации капитальных счетов - это способствует приоткрыванию входящих каналов. Стоимость займа зарубежного юаня ниже, а на фоне ревальвационных ожиданий континентальной валюты инвесторы поднимают на него спрос. Не так давно власти ввели новый пилотный проект в округе Цянхай г. Шенчженя. Они разрешили всем бизнесам, зарегистрированным в этой приграничной с Гонконгом зоне, площадью 15 кв.км, брать займы в одном из 15 гонконгских банков. Разумеется, общая квота лимитирована – она составляет пока 2 млрд. юаней, но эксперты предрекают этому большое будущее.

Далее, объём рынка юаневых зарубежных депозитов в 2011 г. составил 630 млрд. юаней (рис. 11), что в 10,5 раз превышает аналогичные показатели 2009 г. Более того, в Гонконге было разрешено открывать счета в юанях, а также переводить юани со счёта на счёт. Несмотря на небольшое снижение темпов, связанное с девальвационной динамикой юаня в первой половине 2012 г., объём депозитов в банках Гонконга, номинированных в юанях, остаётся на высоком уровне – на конец года там хранилось 603 млрд. юаней.

**Рисунок 11. Размер юаневых депозитов в Гонконге**

*Источник:Hong Kong Monetary Authority.*

Это заложило основу для развития финансовых продуктов в юанях и дало возможность инвестирования в юанях за рубеж.

Естественно, существовал ряд количественных ограничений, как то, что перевод в континентальный Китай может осуществляться только через гонконгское отделения Банка Китая. К примеру, в 2010 г. объём транзакций являлся лимитированным, составив 8 млрд. юаней.

Существенные изменения произошли на фондовых площадках – отметим создание оффшорного рынка ценных бумаг, номинированных в юанях и выпущенных за пределами континентального Китая. Подобные ценные бумаги стали именоваться dim sum bonds, они получили распространение не только среди китайских национальных компаний, но и среди зарубежных. Так, если впервые свои облигации, номинированные в юанях, в Гонконге разместил Банк развития Китая в 2007 г., то уже через 3 года это же сделала компания Макдональдс. Отметим, что если к ноябрю 2011 г. 78 транснациональных корпораций эмитировали долговых обязательств на общую сумму в 100 млрд. юаней, то в 2012 г. этот показатель составлял 275 млрд. юаней, увеличение практически в 2,5 раза. Рынок dim sum bonds превратился из рынка продавца в рынок покупателя в том смысле, что выпускаемые компаниями долговые эмиссии находят свой спрос среди иностранных игроков. Интерес к нему подогревало то, что доходность этих облигаций была выше средней по рынку.

Кроме того, центрами зарубежного юаневого рынка считаются Сингапур, Лондон, в котором циркулирует 14 млрд. юаней депозитов[[42]](#footnote-42), а также с недавних пор Тайвань – в конце лета 2012 г. Центральный банк Тайваня подписал клиринговое соглашение с НБК, впустив юань в свою финансовую систему – отныне он будет торговаться под индексом CNT. Это поможет снизить риски и сократить транзакционные издержки экспортёрам из Тайваня. Активную заинтересованность в операциях с ценными бумагами, номинированными в юанях, проявляет Париж, эта тема обсуждалась на встрече председателя КНР Си Цзинпина и президента Франции Франсуа Олланда.[[43]](#footnote-43)

Нельзя не отметить и первую организованную биржевую площадку юаня за пределами КНР. Ей стала биржа ММВБ, на которой с декабря 2010 г. торгуется валютная пара рубль-юань. Объём торгов этой пары на московской межбанковской бирже по итогам 2011 г. составил 200 млн. юаней. Стоит сказать, что торги пары рубль-юань стали возможны благодаря соглашению РФ и КНР от ноября 2010 г. о переходе во взаимной торговле на расчёты в национальных валютах. Более того, с конца 2011 г. появилась возможность открывать юаневый депозит в банке ВТБ 24.

Стоит затронуть ещё один важный момент – использование юаня в прямых иностранных инвестициях в КНР и прямых инвестициях за рубеж. Ещё в начале 2011 г. НБК дал зелёный свет на использование китайской валюты в прямых инвестициях за рубеж. Это могут быть сделки по слияниям и поглощениям, организации новых фирм, покупкам доли акций зарубежных компании.[[44]](#footnote-44)Но существует одно важное ограничение. Объектом инвестирования могут быть только предприятия нефинансового сектора.

Так или иначе, этот проект запущен и, несмотря на то, что пока ввиду больших ограничений величина этих операций лимитирована, видна явная тенденция. Если своп-соглашения предназначались для использования китайской валюты в торговых операциях, то шаг на пути либерализации юаня в прямых инвестициях за рубеж позволит использовать его в инвестиционных проектах. По окончании 2011 г. объём трансграничных инвестиций составил 110 млрд. юаней, из которых 20 млрд. относится к прямым инвестициям за рубеж, а 90 млрд. – в КНР[[45]](#footnote-45).

В октябре 2011 г. Министерство коммерции КНР опубликовало документ “О вопросах связанных с осуществлением трансграничных прямых инвестиций в юанях”, которым разрешало инвесторам из Гонконга, Макао и Тайваня использовать юани, легально полученные за пределами материкового Китая, для прямых инвестиций в континентальном Китае. Под “легально полученными юанями” подразумевались: средства, полученные в результате расчетов в юанях в трансграничной торговле; переведенная за границу прибыль в юанях, дивиденды на акции, средства, полученные при сокращении уставного капитала, ликвидации компании и досрочном возврате инвестиций, а также от размещения за рубежом облигаций, акций в юанях и др. Зарубежные инвесторы смогут использовать эти средства для прямых инвестиций в китайскую экономику, но при этом не допускается инвестирование в акции, производные финансовые инструменты и трастовые займы.

Кроме того, Китай намерен “продвигать” юань в торговых отношениях между странами БРИКС, сделав недавно заявление о возможном кредитовании этих стран в юанях. В соглашении, достигнутом в марте 2012 г., Банк Развития Китая подписал меморандум о взаимопонимании со странами БРИКС, согласно которому юаневые кредиты разрешалось выдавать банкам государств-партнёров. Эта мера призвана увеличить сферу использования юаня.

Обозначив достижения юаня в области выполнения им функций расчётной валюты в торговых операциях и средства сбережения и инвестирования на международных финансовых рынках, для более полной оценки степени его “интернационализации” необходимо рассмотреть функцию юаня, как резервной валюты.

Резервная валюта, как американский доллар США, имеет ко всему прочему ряд особенностей. Во-первых, около 60% мировых золотовалютных резервов, что составляет примерно 6 трлн. долл. США[[46]](#footnote-46) содержатся в виде активов, номинированных в американской валюте. Во-вторых, многие страны фиксируют свой обменный курс по отношению к доллару. В-третьих, большинство игроков на рынке выпускают акции, облигации в долларовом эквиваленте.

Что касается юаня, то надо признать, что он находится только в начале своего пути по становлению “резервной валюты”. Во всяком случае, пока только несколько стран хранят хоть какую-то долю китайских государственных облигаций в своих золотовалютных резервах, в числе которых Малайзия, ОАЭ, Нигерия, Япония и совсем недавно приобрётшая китайские облигации в свои суверенные фонды Австралия. Последняя, являясь пятым крупнейшим импортёром Китая, обещала разместить 5% от общего числа золотовалютных резервов в юанях, что составит порядка 2,1 млрд. долларов[[47]](#footnote-47). А Япония, к примеру, в декабре 2011 г. приобрела китайские государственные облигации на общую сумму 10 млрд. долл., что составляет 0,77% её золотовалютных резервов.

В целом, многие страны-партнёры Китая, в особенности развивающиеся, заинтересованы в “глобальном продвижении китайской валюты”, поскольку уверенность в юане растёт, его наличие в государственных резервах может значительно диверсифицировать риски.

Что может говорить в пользу интернационализации юаня? Естественно, экономический рост КНР. Доля ВВП Китая в мировом ВВП по данным 2010 г. составляет более 9%[[48]](#footnote-48), страна стала локомотивом роста мировой экономики после ипотечного кризиса 2008 г. – вклад в рост мирового общественного производства в 2008-2009 г. составляет 50%. Доля КНР в мировом экспорте по данным 2012 г. равна 10,4%, импорт – более 10%. Внешнеторговая квота КНР составляет около 10%. Страна является крупнейшим экспортёром в мире, опередив по этому показателю Германию.

Согласно рейтингу агентства SWIFT, юань занимает 13-е место по объёму транзакций, тем не менее, в сравнении с прошлым годом он обогнал российский рубль. Сегодня доля китайской валюты в общем объёме мировых сделок составляет 0,63%.

Если говорить о перспективах интернационализации юаня, то думается, что этот процесс находится только на своём начальном этапе. Действительно, для того, чтобы страна выполнила три вышеуказанных условия, необходима колоссальная работа по совершенствованию финансово-экономической системы страны. Хотя сами власти КНР утверждают, что намерены провести более масштабные меры по либерализации конвертации юаня по счёту движения капитала в 12-ой пятилетке, кажется, что процесс этот займёт ещё долгое время. Как недавно заявили представители ГУВК, усилия будут направлены на укрепление системы контроля за прямыми инвестициями, внешними долгами, а также создания удобных платформ для благоприятного инвестирования за рубежом. Более того, будут предприниматься меры по открытию рынка капитала внешнему миру, усилится мониторинг перемещения капитала, будет оказано содействие в развитие трансграничных операций в китайской валюте.

Этот процесс обещает быть довольно долгим, поэтому, скорее всего, говорить о юане, как мировой резервной валюте, ещё довольно рано, несмотря на то, что не так давно глава МВФ Кристин Лагард заявляла о возможности включения юаня в корзину СДР в недалёком будущем.

А начинать нужно с малого – заручиться поддержкой трансграничных партнёров, развивая пилотные эксперименты, повышая доверие к юаню на региональном уровне. Создание оффшорного рынка юаней в Гонконге показало, что спрос на китайскую ликвидность действительно есть, иностранные инвесторы охотно идут на сделки с активами, номинированными в китайской валюте. Всё это говорит о том, что Китай двигается в верном направлении, постепенно реформируя свою экономическую систему, готовя её к новому более качественному этапу интеграции с мировой экономической системой.

# Глава 3. Сравнительный анализ режима валютного регулирования в КНР и РФ

И экономика КНР, и экономика РФ находятся в стадии трансформационных процессов, в которых есть определённые точки соприкосновения. Оба государства имели “плановое прошлое”, но процесс рыночной либерализации в каждой из стран проходил с разным темпом, с разной спецификой, с разным уровнем социальной поддержки. И если российское государство ввиду особенностей того времени было вынуждено в 1990-ые гг. проводить резкие реформы, которые зачастую не находили понимания у населения, то КНР под маской строительства социализма постепенно, шаг за шагом проводила системное реформирование экономики, подстраивая её под рыночные реалии.

На сегодняшнем этапе Россия и Китай принадлежат к числу развивающихся стран. Приоритетной целью их экономического развития является повышение качества уровня жизни населения, что может быть осуществлено только на фоне модернизации и постоянного совершенствовании рыночных институтов. Несмотря на то, что в абсолютном выражении наши экономики не сопоставимы, в относительном ракурсе обеим странам есть чему поучиться друг у друга.

Валютная реформа является одной из тех сфер, которые стоят на передовой финансовой модернизации. Китай последовательно проводит политику по либерализации своего валютного режима вот уже более тридцати лет, Россия чуть больше двадцати. Крайне интересным представляется сравнительный анализ двух систем, а также стратегий проводимых реформ, разрабатываемых властями обеих стран. Полученные результаты могут быть чрезвычайно важны с эмпирической точки зрения, поскольку могут показать, насколько успешно проводятся эти изменения. Сравнительный анализ достижений и ошибок может объяснить, каких стратегий лучше придерживаться и в каких конкретных инструментах может быть произведён взаимный обмен опытом.

## 3.1 Сопоставление макроэкономических тенденций

На сегодняшний день Китай, обладая второй по величине экономикой мира, имеет значительное воздействие на мировую товарную конъюнктуру. Достаточно сказать, что только за последние 6 лет его доля в мировом выпуске удвоилась с 6% в 2007 г. до 11% в 2012 г. И это на фоне того, что весь мир охватил масштабный разрушительный кризис 2008 г. Китай оказался одним из локомотивов мирового восстановления. По крайней мере, по официальной статистике, темпы роста экономики хотя и снизились с 14,2% в 2007 г. до 9,6% в 2008 г. (рис. 12), тем не менее, они были впечатляющими на фоне развитых стран, в особенности западноевропейских, которые теперь столкнулись с новыми трудностями. Оборотной медалью такого роста стали внутренние дисбалансы, которые дали о себе знать спустя некоторое время – проблемы “плохих кредитов” в банковской отрасли, трудности в стимулировании потребительского спроса и т.д.

**Рисунок 12**. **Сопоставление темпов реального роста ВВП и инфляции КНР и РФ в период с 2007 по 2011 гг.**

*Источник: МВФ.*

Доля России в мировом выпуске стабильная и колеблется в диапазоне 2-3% на протяжении последних пяти лет. До мирового финансового кризиса экономика росла в среднем ежегодно на 7-8%. Финансовая дестабилизация сильно ударила по РФ, в результате чего в 2009 г. и вовсе был отрицательный рост в 7,8% . С тех пор рост экономики не превышал 4,5%. Тем не менее, положительная динамика на лицо – по многим индексам Россия подбирается к предкризисным показателям - будь то объём прямых иностранных инвестиций или размер резервных фондов.

В отношении уровня инфляции надо заметить, что её уровень в РФ выше, что может быть объяснено с позиции высокого уровня притока капитала и сильной зависимости от цен на нефть. На протяжении последних лет Банк России проводил жёсткую монетарную политику, сумев сократить инфляцию втрое с 14,1% в 2008 г. до 5,1% в 2012 г. Более того, в рамках проведения валютной политики, он разработал стратегию по переходу от режима валютной привязки к инфляционному таргетированию. В ходе последней “Прямой линии” президент Путин прогнозировал рост инфляции к концу 2013 г. на уровне 5,9%[[49]](#footnote-49).

В китайской экономике цикл экономического роста сопровождается инфляционными и дефляционными процессами, о которых уже упоминалось. По официальной статистике, повышение уровня цен в 2012 г. было на отметке 2,6%. И это в большей степени не столько заслуга НБК, сколько результат дефляционных механизмов.

Интересно сравнить структуру ВВП. Доля потребительских расходов в РФ выше, чем в КНР, и составляет 48% от ВВП. Это может быть объяснено с позиции того, что норма сбережения в РФ составляет порядка 20%. Китайские власти, столкнувшись с проблемой стимулирования потребительского спроса, особенно в кризисную фазу, пришли к пониманию того, что необходимо менять модель экономического роста, отходя от количественных показателей в пользу качественных. Поэтому прогнозируемый экономический рост в 8% они считают приемлемым.

Интересно рассмотреть и показатели во внешнеторговой деятельности. Так, доля КНР в мировой торговле растёт, особенно активно после вступления страны в ВТО в 2001 г. С 2007 г. этот показатель вырос с 7% до 10% в 2012 г. И это учитывая то, что внешнеторговая квота снизилась с 68% до 57% в рассматриваемом периоде. Что касается России, то её доля в мировой торговле стабильная и составляет 2%, а внешнеторговая квота колеблется в диапазоне 50-52% на протяжении последних пяти лет. Отсюда можно сделать вывод, что КНР удаются определённые успехи на пути перестройки модели экономического роста, снижается экспортную зависимость, России по разным причинам сделать это удаётся не очень успешно.

Наконец, нельзя не сказать о главном показателе - ВВП на душу населения. В настоящий момент в РФ он составляет 17700 долл. США на человека, а в КНР – 9100 долл. США на человека[[50]](#footnote-50).

Увеличение именно этого показателя – принципиально важная задача как для властей России, так и для властей Китая.

## 3.2 Анализ валютного режима РФ

Преобразования системы валютного регулирования России намечались ещё с середины 1990-х гг., когда большая часть ограничений по счёту текущих операций была снята. Затем наступил 1998 г. – на российскую экономику обрушился кризис, в результате чего был объявлен дефолт по суверенным обязательствам, валюта резко девальвировала. Чтобы справиться с резким подъёмом уровня инфляции, было решено привязать обменный курс рубля к американскому доллару. После восстановления экономики в период высоких нефтяных доходов либерализация продолжилась, и 1 июля 2006 г. была внесена поправка в ФЗ №173 “О валютном регулировании и валютном контроле”, в соответствии с которой все ограничения на движение капитала были сняты. Валютный режим РФ можно охарактеризовать как гибкую привязку к бивалютной корзине доллара и евро в отношении 55 к 45, которая функционирует в рамках коридора, устанавливаемого ЦБ.

Россия стала первым государством среди стран БРИКС, которая либерализовала счёт движения капитала, тем самым дав залёный свет на свободное перемещение финансовых потоков как в финансовую систему РФ, так и за её пределы.

В рамках реформы в числе прочих мер она отменила обязательную продажу части валютной экспортной выручки на межбанковском рынке, установила свободный режима открытия счётов в зарубежных коммерческих банках, снизила нормативы экспортной валютной выручки до 0%. Это имело ряд положительных следствий, в частности, способствовало повышению инвестиционной привлекательности, снижению транзакционных издержек, связанных с обменом валют.

Вместе с тем, необходимо отметить некоторые особенности, которые сопутствовали этой модернизации, равно как и её последствия для текущего экономического развития.

Специфической чертой реформы было то, что фактически полная либерализация счёта движения капитала произошла быстрее, чем по валютным операциям, совершаемым во внешней торговле. Это создало определённый дисбаланс: валютные операции с капиталом могли совершаться свободно, создавая проблему ввоза и вывоза спекулятивного капитала, в то время как по счёту текущих операций осталось правило репатриации валютной выручки из-за рубежа.

Более того, опыт других развивающихся государств показывал, что достижение позитивного эффекта от снятия ограничений по движению капитальных активов возможно только при одновременном реформировании всей финансовой системы, приведении всех её частей к единому “конкурентному знаменателю”.

Так или иначе, но после этого возникло множество вопросов и проблемных зон. В частности, с новой силой возникла проблема бегства капитала за рубеж. Этот вопрос стоит довольно остро в РФ. Оборот вывоза капитала в 1990-е гг., по данным разных экспертов достигал от 400 до 800 млрд. долл. Вместо того чтобы реинвестировать заработанные деньги в национальную экономику, компании инвестируют или попросту скрывают заработанную выручку за рубежом на оффшорных рынках, используя разные схемы и каналы вывоза. Либерализация капитальных счётов не могла стать панацеей в борьбе с этой проблемой. Изначально предполагалось стимулировать привлечение иностранных инвестиций. Но уже через год ситуация вышла из-под контроля – во время кризиса только по официальным данным за рубеж было вывезено 130 млрд.долл. (рис. 13). Динамика последующих четырёх лет не привнесла каких-либо коренных изменений – накопленный отток капитала составил 350 млрд.долл.

**Рисунок 13. Официальные данные по оттоку капитала с 1994 по 2012 гг.**



*Источник: Банк России.*

*Стрелками указаны всплески оттока капитала, привязанные к рубежным политическим событиям (1996 г.-избрание Б.Н.Ельцины на второй срок, 1998 г. – дефолт, 2000 г. – приход В.В. Путина, 2008 г. – мировой финансовый кризис, 2011,2012 гг. – выборы в Государственную Думу и выборы президента РФ).*

Обратим внимание на то, что отток усиливался особенно во время важных политических событий – будь то выборы в Государственную Думу и сопутствующие ему массовые народные волнения, а также выборы президента в марте 2012 г., о чём говорит анализ поквартальной динамики вывоза капитала. Это наводит на мысль о том, что причина бегства капитала лежит не только в экономической, но и в политической плоскости[[51]](#footnote-51).

**Рисунок 14. Динамика прямых иностранных инвестиций в РФ и за рубеж с 2005 по 2012 гг. (млрд. долл.)**

*Источник: Банк России.*

Для развивающихся стран и государств с переходной экономикой, к которым относится Россия, характерно положительное сальдо по прямым иностранным инвестициям, так как на этом этапе государствам необходимо обеспечить привлекательную инвестиционную атмосферу. Инвестирование за рубеж, как правило, связано с приобретением корпоративных активов. После кризиса 2008 г. в РФ до сих пор преобладала отрицательная динамика иностранных инвестиций – лишь в 2012 г. чистое сальдо вышло в ноль (рис. 14). Ситуация действительно странная, поскольку по логике вещей либерализация движения капитальных активов, приватизация госпредприятий, а также первичное размещение акций компаний должны содействовать обратному процессу. Более того, анализируя общую структуру инвестиций, поступающую в РФ, отметим, что большую её часть составляет спекулятивный капитал, доля прямых инвестиций не превышает 15%.

Поэтому можно отметить, что проблемы бегства и утечки капитала из России, равно как и высокая доля спекулятивного связаны в том числе с тем, что либерализация счёта движения капитала произошла без адекватного реформирования налоговой системы и частей финансовой структур, которые бы способствовали повышению инвестиционного климата. Нельзя не отметить и роль мирового кризиса 2008 г., который ещё более усугубил эти проблемы.

Анализируя динамику котировок обменного курса российской валюты к американскому доллару США можно отметить ряд колебаний, представляющих интерес.

**Рисунок 15. Котировка спот курса пары USD/RUB с 2005 по 2013 гг.**



*Источник: xe.com.*

Как видно из рис. 15, в краткосрочном периоде либерализация счёта движения капитала оказывала позитивное влияние – рубль укреплялся на фоне притока инвестиций (рис. 14), которые с 2005 по 2008 гг. выросли в 5 раз, достигнув отметки 75 млрд. долл. Затем наступил кризис, сильно ударивший по экономике и спутавший все планы правительства, Министерства финансов и Министерства экономического развития. Из рис. 15 видно, что обменный курс рубля девальвировался за полтора года на 14 рублей (мин. 23,22300, макс.37,38700). Причиной тому – резкое замедление темпа мирового экономического роста, и, как следствие, сокращение спроса на энергоресурсы и падение цен на них.

Цена на нефть оказывает значительное влияние на формирование обменного курса рубля, это не удивительно, учитывая, что существенную часть бюджетных поступлений обеспечивает нефтегазовая отрасль. Так в 2012 г. 50,2% от общего дохода бюджета сформировала именно эта статья российского экспорта[[52]](#footnote-52).

**Рисунок 16. Взаимосвязь спот курса пары USD/RUB с ценой нефтяной марки Brent**



*Источник: Yahoo Finance.*

**Рисунок 17. Взаимосвязь спот-курса пары USD/RUB с ценой нефтяной марки Urals**



*Источник: Bloomberg.*

Рис. 16 и 17 демонстрируют сильную корреляцию между ценами на нефть и обменным курсом рубля к доллару США. Это может быть объяснено при помощи следующего механизма. Повышение цен на нефть привлекает поток спекулятивного капитала, и так как счёт движения капитала не ограничен, то он в погоне за высокой доходностью скупает облигации нефтегазовых компаний, таким образом, оказывая сильное укрепляющее воздействие на российский рубль. Но чтобы погасить сильные колебания и оставить курс в рамках бивалютного коридора, ЦБ проводит валютные интервенции, скупая иностранную валюту, повышая золотовалютные резервы и разгоняя инфляцию.

Главный экономист “Альфа-Банка” Наталья Орлова заявляет, “что изменение среднегодовой цены российской нефти на 10 долларов за баррель приводит к изменению курса российской валюты на 2 рубля”[[53]](#footnote-53).

Годы высоких нефтяных прибылей способствовали росту золотовалютных запасов. Необходимо отметить, что в рейтинге МВФ РФ стоит на 5 строчке по их величине, уступая только КНР, Японии, ЕС и Саудовской Аравии[[54]](#footnote-54). Динамика роста золотовалютных запасов приведена ниже на рис. 18.

**Рисунок 18.** Динамика золотовалютных резервов РФ с 2005 по 2013 гг. (млрд. долл.)

*Источник: Банк России.*

В настоящий момент структура распределения резервов представлена семью валютами: американским долларом (46%), евро (41%), фунтом стерлингом (9,1%), канадским долларом (1,4%), японской йеной (1,2%), СДР (1,0%), австралийским долларом (0,3%). Стратегия управление активами предполагает инвестирование в высоколиквидные, низкорискованные ценные бумаги: так, 87% валютных активов вложено в государственные облигации, 10,4% содержаться на депозитах, оставшиеся 2% между собой делят негосударственные ценные бумаги, операции РЕПО и чистая позиция в МВФ. В пользу низкорискованности активов говорит то, что 94% всех вложений состоит в инструментах, которые классифицированы рейтинговыми агентствами с рейтингом «AA» и «AAA»[[55]](#footnote-55).

Управление золотовалютными запасами находится в ведении Центрального Банка. Часть этой суммы он использует в качестве валютных интервенций для поддержания обменного курса в рамках заданного коридора. Другая часть содержится в специально созданных фондах, призванных обезопасить экономику от серьёзной макроэкономической нестабильности.

Для этих целей Министерство финансов РФ ещё в 2004 г. образовало Стабилизационный Фонд РФ, задачей которого было накопление излишков от нефтегазовых поступлений на “чёрный день”. Затем в 2008 г., когда в этой системе скопилось 157 млрд. долл., было решено диверсифицировать потоки, выделив 125 млрд. долл. в Резервный Фонд РФ[[56]](#footnote-56) и 32 млрд. долл. – в Фонд национального благосостояния (ФНБ)[[57]](#footnote-57). Первый активно использовался в качестве подушки безопасности в кризисное время – правительство и финансовые органы активно использовали накопленные резервы для борьбы с бюджетными дисбалансами. До начала 2012 г. он проседал, достигнув 1 января 25 млрд. долл., уменьшившись в 5 раз по сравнению с докризисными временами. ФНД, целью которого является софинансирование программ пенсионного накопления, не использовался во время кризиса, его запас, напротив, рос. Только в феврале 2013 г. суммарное накопление двух фондов вышло на предкризисный уровень – по состоянию на 1 апреля 2013 г. оно составляет 170 млрд.долл.

Пожалуй, главная проблема, стоящая перед чиновниками – решение вопроса управления этими фондами. Некоторые заявляют, что законодательные ограничения не дают возможности эффективного управления стабфондами, так как, к примеру, ЦБ и Минфин имеют законодательное право на работу только с высоколиквидными и низкорискованными, а значит низкодоходными активами. Так, доходность размещения средств резервного фонда с момента создания в 2008 г. составила 2,28% годовых, ФНБ – 1,48 %, а за 2012 г. средняя доходность обоих фондов составила 0,74%. Для сравнения, доходность инвестирования пенсий россиян под управлением ВЭБа достигла в 2012 г. 9,21 %[[58]](#footnote-58).

Ещё в бытность министром финансов РФ Алексей Кудрин предложил создать стороннюю организацию, которой правительство могло бы доверить в управление бюджетные деньги. Эта инициатива уже вылилась в нечто осязаемое – в феврале 2013 г. Государственная Дума РФ в первом чтении приняла закон о “Российском Финансовом Агентстве”. Данная инициатива требует доработок, но при текущем варианте она предполагает организационную форму ОАО, а не госкорпорации, как это было принято в последние несколько лет. В случае успешного лоббирования этого закона в распоряжение этой коммерческой структуры будет передано 5,4 трлн. руб. бюджетных средств, что составляет 8% от ВВП, которые она может вкладывать в высокодоходные, но одновременно и высокорискованные корпоративные ценные бумаги. Таким образом, организация может получить широкие полномочия по управлению резервами России, пенсионными накоплениями и госдолгом. Задумка такой системы хорошая, но сопряжена с высокими рисками, за что критикуется многими экспертами и аналитиками. Так председатель комитета Государственной Думы по экономической политике, инновационному развитию и предпринимательству Игорь Руденский выступает против закона о создании агентства, по крайней мере, в том виде, в котором он прошёл первое чтение. Он отмечает, что “в законопроекте отсутствуют положения о цели управления средствами фондов – развитие реального сектора экономики, положений о принципах управления средствами фондов – возвратности, сохранности, контроле”[[59]](#footnote-59). Более того, нельзя не принимать во внимание риски, связанные с коррупционной составляющей.

Быть или не быть этой инициативе реализованной на практике – покажет время, но ясно, что требуются тщательный анализ и сопоставление российских реалий с мировым опытом, в частности, может быть проанализирован опыт китайских государственных компаний, инвестирующих накопленные золотовалютные запасы в приобретение иностранных прямых и портфельных активов.

Важной задачей российских монетарных регуляторов является разработка и проведение дальновидной монетарной и валютной стратегии, направленной на достижение макроэкономической стабильности.

В докладе Банка России “Цели и инструменты денежно-кредитной политики в 2013 году и на период 2014 и 2015 годов” было озвучено, что монетарный регулятор к 2015 г. будет сокращать объём вмешательства в механизм курсообразования и будет способствовать созданию условий для перехода с 2015 г. к плавающему валютному курсу. [[60]](#footnote-60)Приоритетной задачей Банка России в среднесрочной перспективе является постепенный переход к режиму инфляционного таргетирования. Фактически это означает, что главный монетарный регулятор страны намерен использовать более “тонкий инструмент” воздействия на макроэкономическую стабильность. Таргетирование валютного курса – довольно действенный способ борьбы с курсовой волатильностью, что в российских условиях сопряжено с мировыми колебаниями цен на нефть. Отход от валютной привязки говорит и о том, что даже при негативном сценарии цен на нефть власти не видят в этом серьёзную проблему, рассчитывая на рост других индустрий. Инфляционное таргетирование является более качественным инструментом в среднесрочной перспективе, поскольку снижает уровень неопределённости и укрепляет веру рыночных агентов к монетарным властям при условии правильно выстроенной стратегии и верных решений последней[[61]](#footnote-61). Некоторые называют это решение и вовсе “эпохальным”[[62]](#footnote-62), отмечая, что это, по сути, механизм управления рыночными ожиданиями. Большая уверенность в будущем влечёт за собой приток капитала и рост инвестиций.

Как заявил первый заместитель председателя ЦБ Алексей Улюкаев, главной задачей ЦБ уже в 2013 г. будет стоять снижение темпов прироста потребительских цен до уровня 5-6%, а в 2014-2015 гг. монетарные регуляторы будут пытаться снизить инфляцию до диапазона 3-4%.[[63]](#footnote-63)

Пока же Банк России постепенно ослабляет контроль над курсообразованием, проводя его либерлизацию – так, с июля 2012 г. он расширил границы плавающего операционного интервала на 1 руб, таким образом, нижняя граница колебаний бивалютной корзины составила [[64]](#footnote-64) 31.65 руб, а верхняя 38.65, а сам интервал равен 7 рублям. С тех пор Центральный банк только в 3 из 11 месяцев совершал интервенцию[[65]](#footnote-65), чтобы поддерживать курс в рамках так называемой “нейтральной зоны” – области в рамках коридора бивалютной корзины. Если рыночный курс выходит за его рамки, то регуляторы осуществляют вмешательство. Заместитель председателя ЦБ Сергей Швецов заявил, что полная отмена коридора и вовсе возможна уже в 2015 г[[66]](#footnote-66). Но действующий глава Банка России Сергей Игнатьев не исключает, что право за проведение валютных интервенций останется, так как влияние нефтяных цен оказывает существенное влияние на волатильность курса рубля. В пример он привёл Швейцарию, которая тоже использует инфляционное таргетирование и применяет валютные интервенции[[67]](#footnote-67).

Вместе с тем, для достижения поставленных целей и реализации программы инфляционного таргетирования необходимо совершенствовать банковскую структуру, систему функционирования фондовых площадок. Каждый шаг, который делают Банк России и Правительство РФ в области валютного регулирования должен быть тщательно продуман и детально взвешен. Вопрос курсообразования и в целом успех валютной реформы во многом зависят от того, насколько быстро в долгосрочной перспективе удастся провести диверсификацию экономики, снизив зависимость от нефтегазовых поступлений. До тех пор, пока 70% экспортной выручки и половина бюджетного дохода формируются за счёт нефтегазовых компаний, будет существовать сильное давление на рубль со стороны спекулятивного капитала, а колебания валютного курса будут отталкивать инвесторов с долгосрочными планами.

Стремление отхода от привязки и переход к плавающему валютному курсу говорит в пользу стабилизации национальной экономики. Тем не менее задача фискальных и монетарных властей - проводить единую политику, оценивая потенциальные проблемы и предотвращая их на предварительном этапе. Недавнее назначение на пост главы ЦБ Э.С. Набиуллиной, проработавшей долгое время в Правительстве РФ в качестве министра экономического развития, будет способствовать этому процессу.

## 3.3 Возможности взаимного обмена опытом

При прочих равных условиях надо признать, что Китай достиг намного более заметных успехов в сфере валютной реформы, нежели Россия, поэтому нашей стране следует проанализировать ход китайских преобразований, сделать на этом основании выводы и обдумать возможность применения этих результатов в условиях национальных реалий.

В частности подчёркнём, что в, отличие от РФ, власти КНР не спешили либерализовывать счёт движения капитала. Если в России с момента снятия ограничений по валютным торговым операциям до отмены контроля над движением капитала прошло около 10 лет, то в Китае даже через 18 лет после либерализация счёта текущих операций движение капитала находится под контролем властей. Они руководствуются двумя принципами: последовательности и методу “пилотных проектов”. Под последовательностью понимается синхронность реформирования валютной сферы и других сегментов финансовой области: банковской, страхования, рынка акций, облигаций и т.д. Валютная сфера представляется своего рода внешней оболочкой финансовой системы, а валютный режим и обменный курс в частности являются индикаторами, отражающими проблемные зоны. Поэтому только комплексное реформирование её составных частей способно привести к нужным результатам. Принцип “пилотных проектов” касается проведения экспериментов на малых зонах – так, первые проекты по трансграничной торговле в юанях были проведены в 5 городах, затем, подтвердив свою успешность, они были расширены до большего количества провинций, в конечном итоге охватив всю страну. Таким образом, государство имеет возможность проводить мониторинг, наблюдая на практике, какие меры излишни или напротив, стоит добавить, чтобы реформа осуществлялась эффективно.

Использование юаня в международных расчётах возрастает всё больше и больше. Ранее было отмечено, что 8% всех торговых операций совершается в юанях, более того, спрос на юаневую ликвидность предъявляют и зарубежные финансовые рынки – отчасти именно поэтому власти КНР выбрали Гонконг в качестве стратегически важного места для эксперимента с оффшорной китайской валютой, распространив эту практику в дальнейшем в Сингапур, Тайвань и Лондон, где можно торговать оффшорным юанем на валютных рынках, а также вкладываться в депозиты, номинированные в этой валюте.

Сегодня рубль в качестве средства расчётного платежа используется довольно ограничено. Большинство рублёвых трансграничных сделок совершаются в рамках ЕврАзЭС. Так, в 2011 г. общий объём торговых рублёвых соглашений между его членами составил 67 млрд. долл., рост на 30 млрд. долл. в сравнении с 2009 г. Примечательно, что из 67 млрд. долл. только 30,5 млрд. пришлось на Россию, остальная часть распределилась между другими странами. Из пятёрки стран в основном это другие члены Таможенного Союза – Казахстан и Белоруссия[[68]](#footnote-68). Таким образом, отметим, что на сегодняшний день только 4% от внешнеторговых РФ операций ведётся в рублях[[69]](#footnote-69). России нужно продвигать использование собственной валюты на региональном уровне в рамках СНГ. Но главное, чтобы для этого создавались определённые условия и выражалась экономическая заинтересованность со стороны партнёров. Об этом говорил и Владимир Путин, выступая на пленарном заседании XI Петербургского международного экономического форума, подчёркивая, что Россия выражает в этом заинтересованность[[70]](#footnote-70). Более того, в своё время звучали и идеи по переводу экспорта нефти в рублёвый расчёт, но дальше разговоров эта инициатива пока не пошла.

Что касается трансграничных платежей, то общий объём взаимных денежных переводов по данным на 2011 г. в рамках того же ЕврАзЭСа составил чуть больше 10 млрд. долл. Надо сказать, что объём рублёвых транзакций в общемировом объёме невелик. Несмотря на увеличение общего объёма за последние 10 лет в 3 раза, доля участия российской валюты незначительна - по данным международной межбанковской системы совершения платежей SWIFT[[71]](#footnote-71), к февралю 2013 г. она составляет всего 0,56%, по этому показателю рубль занимает 14-е место. Примечательно то, что юань при всех его ограничениях на движение капитала имеет больший удельный вес, чем рубль.

Это всё говорит о том, что в КНР создаются такие инвестиционные условия, которые привлекают иностранных игроков, делая привлекательным использование китайской валюты. Наглядным примером может также служить создание долгового рынка dim sum bonds. В этом отношении рубль может похвастаться лишь единичными примерами, когда иностранные структуры выпускают рублёвые облигации. Пожалуй, одним из немногих примеров может служить выпуск белорусских рублёвых суверенных облигаций под двухлетний срок на сумму 7 млрд. руб с купоном 8,7%.

Для продвижения рубля на международные рынки может быть также использован китайский опыт по применению валютных свопов. Учитывая возрастающие экономические контакты с Пекином с фокусом на дальневосточные регионы в нефтегазовой сфере, можно рассмотреть вариант заключения соглашения по обмену валют между Банком России и Народным банком Китая. Это бы дополнило уже существующее взаимодействие на базе прямых торгов валютной пары рубль/юань, открывшихся на ММВБ с декабря 2010 г.[[72]](#footnote-72) Более того, напомним, с конца 2011 г. появилась возможность открывать юаневый депозит в ВТБ 24. Это говорит о том, что потребность в таких инструментах и в РФ, и в КНР есть, и эти меры могут иметь потенциально большой эффект в будущем.

Таким образом, отметим, что, принимая во внимание всю специфику и особенности процесса реформирования валютного регулирования в России, надо признать, что несмотря на то, что Банк России сделал раньше шаги к отмене ограничений по движению капитала, функционирование системы валютного регулирование и валютного контроля налажено более качественно в КНР. Важно то, что реформа проводится в тесном взаимодействии с модернизацией других составляющих финансовых систем, а “степень свободы” каналов притока и оттока капитала повышается последовательно, оценивая все потенциальные риски.

Опыт по продвижению юаня на мировой рынок может быть использован рублём. Для этого необходимо укреплять его влияние на региональном уровне со странами СНГ и ближайшими соседями, предлагая переходить на товарообмен, используя рублёвые эквиваленты, если это отвечает экономическим потребностям обеих сторон. Для того чтобы увеличить объём использования рубля на финансовых рынках, нужно, прежде всего, добиться снижения его волатильности и зависимости от нефтяных цен, а также способствовать увеличению инвестиционной привлекательности российской финансовой системы.

# Заключение

Проведённое исследование показало, что Китай постепенно осуществляет в верном направлении национальную реформу валютного регулирования. Оценивая опыт других развивающихся стран, отметим, что КНР в период трансформационных процессов своей экономики в течение долгого времени переходила к гибкой привязке – лишь с 2005 г. Народный банк Китая привязал свой обменный курс к корзине, состоящей из 11 валют.

Хотя многие западные партнёры критиковали Пекин за чрезмерное регулирование обменного курса и стимулирование экспорта за счёт недооценённой валюты, Китай развивает стратегию своего валютного режима исходя из особенностей своего экономического роста. Обладая высокой нормой сбережения, Китай сталкивается с трудностями по пути к стимулированию потребительского спроса. В итоге не спрос, но инвестиционная и экспортная составляющая выступают главными драйверами экономического роста. Вместе с тем, они являются в определённом смысле волатильными показателями. Более того, в условиях недостаточной зрелости финансовых институтов и некоторых специфических особенностей, таких как “мягкое бюджетное ограничение”, инвестиционная накачка приводит к ряду проблем, связанных с высоким уровнем плохих долгов, завышению (или занижению) экономических показателей на региональном уровне, росту инфляции, что ведёт к тому, что монетарные власти вынуждены проводить контрциклическую политику, отвлекая средства от модернизации финансовых институтов.

В этом смысле валютная политика призвана способствовать изменению модели экономического роста, отходу от количественных показателей в пользу качественных.

Нами было отмечено, что валютный режим является своего рода оболочкой всей финансовой системы, элементы которой сильно взаимосвязаны с ним посредством обменного курса, который является индикатором экономических процессов. В отличии от опыта других стран, в том числе России, Китай не спешит либерализовывать свой валютный курс – вместо этого он придерживается принципа последовательных, синхронных реформ с банковским сектором, фондовым рынком, ипотечного кредитования, рынка недвижимости. Для властей представляется очевидным, что резкая либерализация счёта движения капитала губительна для финансовой системы, которая ещё не готова к этому. Именно поэтому монетарные регуляторы шаг за шагом прощупывают ходы, реализовывая пилотные проекты, которые по их мнению, могут гармонично встроиться с текущую экономическую систему, приоткрывая каналы ввоза и вывоза капитала, но не провоцируя резкий приток или отток.

Определённых успехов Китай добился в сфере использования юаня как средства платежа в трансграничных сделках, активно используя своп-соглашения с уже 20 странами, тем самым укрепляя доверие к китайской валюте со стороны торговых партнёров и избегая лишних транзакционных издержек, связанных с процессом обмена валюты. Так, на сегодняшний день 8% всей торговых операций Китая ведётся в юанях. Динамика же говорит о том, что перспективы явно далеко идущие – некоторые эксперты прогнозируют, что к 2015 г. треть торговых операций будут рассчитываться в юанях.

Более того, юань понемногу начинает использоваться на зарубежных финансовых рынках. Континентальный Китай возложил стратегическую ответственность на Гонконг за использования юаня за пределами КНР. Так, в Гонконге функционирует рынок облигаций dim sum bonds, который пользуется спросом не только со стороны китайских компаний, но и иностранцев, выпускающие долговые ценные бумаги, номинированные в юанях. Отметим, что сейчас кроме Гонконга юань торгуется в Москве, Сингапуре, Лондоне, Тайване, более того, в лимитированных объёмах на юаневые счета можно открыть депозитный счёт.

В настоящее время Народным банком Китая принята стратегия валютной политики, согласно которой в течение 10 лет валюта должна стать свободно конвертируемой, к этому времени ограничения на движения капитала должны быть сняты. Тогда и роль юаня как ведущей региональной валюты усилится и перспективы становления китайской валюты в качестве мировой резерной будут не такие далёкие, какие они представляются сейчас.

При сопоставлении опыта проведения валютных реформ в РФ и КНР, обнаружилось, что хотя Россия раньше либерализовала счёт движения капитала, её валютный курс подвержен сильным рискам, в частности колебаниям, связанным с ценами нефть. Представляется, что механизмы валютной политики КНР более проработаны и взаимосвязаны с элементами финансовой и налоговой системы, чем в РФ. И хотя уже через 3 года монетарные власти России собираются перейти к режиму инфляционного таргетирования, очевидно, что необходима доработка многих структурных элементов, в частности, постепенная модернизация банковских структур, фондовых и страховых рынков, укрепление рубля на региональной основе, повышение его доли во внешнеторговых операциях, а также продвижения его в качестве инструмента инвестирования. Это достижимо в том случае, если инвесторы будут уверены в стабильности и низкой волатильности валютного курса. В условиях сильной зависимости обменного курса рубля от нефтяных цен это представляется сложным. Именно поэтому одной из главных задач властей российского государства должно стоять снижение зависимости от нефтегазовой выручки, а также способствование диверсификации российской экономики.

# Список использованной литературы

1. Бергер Я. Китай в условиях глобального экономического кризиса. - Проблемы Дальнего Востока, 2009, №1. c.35.
2. Борисов С.М. Российский рубль в международных расчётах: новейшие данные.- Банк России.

<http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/Borisov_09_12.pdf>

1. Ву Ф., Пан Р., Ванг Д. Сможет ли юань стать мировой валютой? - Всероссийский экономический журнал, 2010, №12.
2. Изотов Д.А., Суслов Д.В. Валютный курс и внешняя торговля КНР. - Пространственная экономика, 2009, №3. с.36-63.
3. Кондрашова Л.И. Стоит ли укрепляться юаню? - Азия и Африка сегодня, 2010, №8.
4. Махов А.В. Юань нам нужен. – ЭКО. Всероссийский экономический журнал, 2010, №12.
5. Мишина В.Ю. Развитие рынка юань/рубль. - Банковское дело, 2012, № 4. <http://mbka.ru/price/statij_bd042012.pdf>
6. Мозиас П.М. Китай в период мирового кризиса: бенефициар, жертва или виновник? - Вопросы экономики, 2010, №9.
7. Софьянников И.М. Реформа системы валютного регулирования в Китае. – Проблемы Дальнего Востока, 2003, №1.
8. Таций В. Инвестиции и инфляция в КНР: проблемы регулирования. - Восток. Афро-азиатские общества: история и современность, 2011, №2.
9. Фаненко М. Международная ликвидность и диверсификация официальных резервных активов. - Мировая экономика и международные отношения, 2007, №6.

ЦБ РФ, Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 г. и период 2014 и 2015 гг. [http://www.cbr.ru/today/publications\_reports/on\_2013(2014-2015).pdf](http://www.cbr.ru/today/publications_reports/on_2013%282014-2015%29.pdf)

1. Хафизов Л. Ставка на укрепление Юаня. - Prime Mark financial group, 2010.

 <http://www.prime-mark.com/analytics/Bet_on_Yuan_260210.pdf>

1. Юдаева К. О валютной политике. – Вопросы экономики , 2010, №1. с.25-28.
2. China State administration of foreign exchange. <http://www.safe.gov.cn/model_safe_en/>
3. China Statistical Yearbook 2008. Beijing: China Statistics Press, 2008.
4. Deutsche Bank. Quantifying the impact of RMB appreciation, 2010, 21 June. <http://www2.china.ahk.de/news/pdf/QuantifyingRMBImpact.pdf>
5. Fleming, J. M. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. IMF Staff Papers, 1962, №9,pp. 369–379.

Ghosh A., Toward a Stable System of Exchange Rates, IMF Occasional Paper, 2010.

1. Hoggarth G., Tong H. The Impact of Yuan Revaluation on the Asian region. Bank of England Working Paper, 2007, №329.
2. HSBC. PBoC starts trial for RMB direct investment overseas, 2011, January 14. <http://www.research.hsbc.com/midas/Res/RDV?p=pdf&key=ne2CGpKYxp&n=288386.PDF>

HSBC. Handbook for corporate and financial institutions, 2013. <http://www.hsbcnet.com/renminbi/attachments/rmb-handbook.pdf?WT.ac=CIBM_gbm_pro_rmb_snake_handbook_On>

1. International Monetary Fund Database.

Ministry of Foreign Affairs of PRoC.

<http://www.fmprc.gov.cn/eng/zxxx/t1035808.shtml>

1. Mundell, R. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. - Canadian Journal of Economic and Political Science, 1963,№29(4), pp. 475–485.
2. Mussa M. et al. Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy, IMF Occasional Paper,2010.
3. People’s bank of china research group, China: the evolution of foreign exchange controls and the consequences of capital flows. – BIS Papers, № 44.
4. Rogoff K at al. [Evolution and performance of exchange rate regimes](http://www.imf.org/external/pubs/cat/shortres.cfm?TITLE=Evolution+and+Performance+of+Exchange+Rate+Regimes&auth_ed=&subject=&ser_note=Occasional+Paper&datecrit=During&Lang_F=All&brtype=Date&YEAR=Year&submit=Search), IMF occasional Paper, 2004.
5. Takeshi, J. China resumes interest rate liberalization. - Nomura Research Institute, 2012. <http://www.nri.co.jp/english/opinion/lakyara/2012/pdf/lkr2012148.pdf>
6. World bank database.

<http://data.worldbank.org/>

1. Xin Wang, China as a net creditor: an indication of strength or weakness? - China and World Economy, vol 15, № 6 (Nov-Dec) 2007. pp 22-36.
2. Yi Gang. Renminbi exchange rates and relevant institutional factors. - Cato Journal. <http://www.cato.org/pubs/journal/cj28n2/cj28n2-2.pdf>
3. Yue C., Hua P. Does comparative advantage explain export pattern in China? - China Economic Review, 2002, № 13.
4. Zhao M., External liberalization and the evolution of China’s exchange system: an empirical approach. – World Bank China office, Research Paper, 2005, №4.
1. De Facto Classification of exchange arrangements and monetary policy frameworkds. - International Monetary Fund.

http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/pdf/a2.pdf [↑](#footnote-ref-1)
2. Index Mundi.

 <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=ec&v=71> [↑](#footnote-ref-2)
3. Chiu P. Hong Kong’s Experience in Operating the Currency Board System. –IMF.

 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2001/err/eng/chiu.pdf> [↑](#footnote-ref-3)
4. International Monetary Fund.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/pdf/a2.pdf> [↑](#footnote-ref-4)
5. Методологический комментарий к платёжному балансу РФ, с.1.

 <http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/meth-kom-bop.pdf> [↑](#footnote-ref-5)
6. Balance of Payment manual. -IMF.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf> [↑](#footnote-ref-6)
7. Методологический комментарий к платёжному балансу РФ, с.3. [↑](#footnote-ref-7)
8. Там же, с.5. [↑](#footnote-ref-8)
9. Оболенский В.П.Вывоз капитала из России: норма или отклонение? -Российский внешнеэкономический вестник, 2006, №2.

[http://www.vavt.ru/journal/id/315396/$File/49-55.pdf](http://www.vavt.ru/journal/id/315396/%24File/49-55.pdf) [↑](#footnote-ref-9)
10. Mundell, R. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. -*Canadian Journal of Economic and Political Science, 1963,№*29(4), pp. 475–485;

Fleming, J. M. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. -*IMF Staff Papers,* 1962, №**9**, pp.369–379.  [↑](#footnote-ref-10)
11. Mussa M.. et al. Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy. -IMF Occasional Paper, 2000, p.193;

Rogoff K. et al. [Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes](http://www.imf.org/external/pubs/cat/shortres.cfm?TITLE=Evolution+and+Performance+of+Exchange+Rate+Regimes&auth_ed=&subject=&ser_note=Occasional+Paper&datecrit=During&Lang_F=All&brtype=Date&YEAR=Year&submit=Search), -IMF Occasional Paper,2004, p.229;

Ghosh, A. et al. Toward a Stable System of Exchange Rates, IMF Occasional Paper, 2010. [↑](#footnote-ref-11)
12. Mussa M. Op.cit. p.193. [↑](#footnote-ref-12)
13. Rogoff K. Op.cit. p.56. [↑](#footnote-ref-13)
14. Ghosh A. Op.cit. p.76. [↑](#footnote-ref-14)
15. Софьянников И. Реформа системы валютного регулирования в Китае. – Проблемы Дальнего Востока, 2003, №1, с.103. [↑](#footnote-ref-15)
16. Yi Gang. Renminbi exchange rates and relevant institutional factors. - Cato Journal.

<http://www.cato.org/pubs/journal/cj28n2/cj28n2-2.pdf> [↑](#footnote-ref-16)
17. Софьянников И.М. Указ.соч., с.105. [↑](#footnote-ref-17)
18. Бергер Я. Китай в условиях глобального экономического кризиса. - Проблемы Дальнего Востока, 2009, №1. c.35. [↑](#footnote-ref-18)
19. Morrison Wayne M., Labonte M. China's currency policy: an analysis of the economic issues. -Congressional Research Service, 2011. <http://www.fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf> [↑](#footnote-ref-19)
20. Xinhua News Agency, 2009, December 1. [↑](#footnote-ref-20)
21. Мозиас П.М. Китайский вызов: непредсказуемость развития. - История и современность, 2010,№2,с.160. [↑](#footnote-ref-21)
22. China Banks’ NPL may hit 15Pt. - Fitch Rating, 2009, July 22.

<http://english.caijing.com.cn/2011-06-22/110753514.html> [↑](#footnote-ref-22)
23. China to create deposit insurance for banks. – The Boston Globe, 2012, December 22.

<http://www.bostonglobe.com/business/2012/12/14/china-create-deposit-insurance-for-banks/KsZwRIrP5dOVt9uKhmJYoK/story.html> [↑](#footnote-ref-23)
24. China unveils detailed roadmap for financial and capital account liberalization. -Nomura Research Institute, vol.138, 2012, May 10. http://www.nri.co.jp/english/opinion/lakyara/2012/pdf/lkr2012138.pdf [↑](#footnote-ref-24)
25. Takeshi J. China resumes interest rate liberalization. -Nomura Research Institute, vol.148, 2012, September 10. http://www.nri.co.jp/english/opinion/lakyara/2012/pdf/lkr2012148.pdf [↑](#footnote-ref-25)
26. Базель III упростит жизнь китайским банкам. – Вести Финансы, 2012, 11 декабря.

<http://www.vestifinance.ru/articles/20219> [↑](#footnote-ref-26)
27. A fresh course. – The Economist, 2013, February 9. <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21571444-chinas-offshore-currency-enjoys-promising-end-difficult-year-fresh-course> [↑](#footnote-ref-27)
28. The rise of the Red Back, – The Economist, 2011, June 20. <http://www.economist.com/node/17959580> [↑](#footnote-ref-28)
29. China reports record capital-financial account gap for 2012. - Bloomberg News, 2013, February 2.

http://www.bloomberg.com/news/2013-02-01/china-reports-record-capital-financial-account-deficit-in-2012.html [↑](#footnote-ref-29)
30. Государственного управления валютного контроля, 2013, Февраль 2. http://www.safe.gov.cn/resources/wcmpages/wps/wcm/connect/safe\_web\_store/safe\_web/whxw/ywfb/node\_news\_ywfb\_store/95c313804e64a271b635ff67bbb2cc48/ [↑](#footnote-ref-30)
31. Bloomberg News, 2013, February 2. [↑](#footnote-ref-31)
32. Маккиннон Н. Взгляд на Китай. - РБК daily, 2013, 25 марта.

http://www.rbcdaily.ru/world/opinion/562949986354322 [↑](#footnote-ref-32)
33. Fincake, 2012, March 19.

<http://fincake.ru/currencies/news/44762> [↑](#footnote-ref-33)
34. Liu C. CNH market. A burgeoning offshore renminbi market. Bank of China.

<http://www.asifma.org/pdf/CSS-LiuChenggang-BOC-CNH-Market--ABurgeoningOffshoreRMB-Market.pdf> [↑](#footnote-ref-34)
35. XE, 2011, February 11.

[http://www.xe.com/news/2012-02-21%2009:37:00.0/2487133.htm](http://www.xe.com/news/2012-02-21%2009%3A37%3A00.0/2487133.htm) [↑](#footnote-ref-35)
36. France plans currency swap line with China. – Reuters, 2013, April 12.

 <http://www.reuters.com/article/2013/04/13/us-china-france-currency-idUSBRE93C01S20130413> [↑](#footnote-ref-36)
37. Year of the Yuan: China’s explosive currency goes global. – Russia Today, 2013, May 1.

<http://rt.com/business/year-of-the-yuan-china-currency-goes-global-561/> [↑](#footnote-ref-37)
38. Value of China’s currency swap deals reaches RMB 2 tn. – Watchchinatimes, 2013, March 26.

 <http://www.wantchinatimes.com/news-subclass-cnt.aspx?id=20130326000117&cid=1202> [↑](#footnote-ref-38)
39. Handbook for corporate and financial institutions. – HSBC,2013.

<http://www.hsbcnet.com/renminbi/attachments/rmb-handbook.pdf?WT.ac=CIBM_gbm_pro_rmb_snake_handbook_On> [↑](#footnote-ref-39)
40. Ibit. [↑](#footnote-ref-40)
41. Вести Экономика, 2012, 11 марта.

<http://www.vestifinance.ru/articles/8662> [↑](#footnote-ref-41)
42. Reuters Agency, 2013, January 23.

<http://uk.reuters.com/article/2012/01/23/uk-britain-renminbi-idUKTRE80M1N020120123> [↑](#footnote-ref-42)
43. Ministry of Foreign Affairs of PRoC, 2013, April 24.

<http://www.fmprc.gov.cn/eng/zxxx/t1035808.shtml> [↑](#footnote-ref-43)
44. PBoC starts trial for RMB direct investment overseas. – HSBC, 2011, January 14.

 <http://www.research.hsbc.com/midas/Res/RDV?p=pdf&key=ne2CGpKYxp&n=288386.PDF> [↑](#footnote-ref-44)
45. Ibid. [↑](#footnote-ref-45)
46. Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER). -International Monetary Fund. <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf> [↑](#footnote-ref-46)
47. Year of the yuan. – RT. www.rt.com [↑](#footnote-ref-47)
48. World bank database. [↑](#footnote-ref-48)
49. Российская газета, 2013, 25 апреля.

<http://www.rg.ru/2013/04/25/inflacia-anons.html> [↑](#footnote-ref-49)
50. The world factbook. –CIA.

<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/ch.html> [↑](#footnote-ref-50)
51. Отток капитала из России: постановка проблемы. – Центр проблемного анализа и государственно-управленческого проектирования, 2013, 16 января.

<http://rusrand.ru/mission/result/result_721.html> [↑](#footnote-ref-51)
52. Министерство Финансов РФ.

<http://info.minfin.ru/fbdohod.php> [↑](#footnote-ref-52)
53. Сенинский С. Курс рубля: между Urls и РЕПО. - Радио Свобода, 2013, 1 мая.

 <http://www.svoboda.org/content/article/24974079.html> [↑](#footnote-ref-53)
54. Global finance magazine.

<http://www.gfmag.com/component/content/article/119-economic-data/12374-international-reserves-by-countryhtml.html#axzz2SPKNe9jb> [↑](#footnote-ref-54)
55. Обзор деятельностью Банка России по управлению валютными активами, М.,2013.

<http://www.cbr.ru/publ/Obzor/2013-01_res.pdf> [↑](#footnote-ref-55)
56. Совокупный объём средств Резервного фонда. - Министерство Финансов РФ.

<http://www1.minfin.ru/ru/reservefund/statistics/volume/index.php?id4=5796> [↑](#footnote-ref-56)
57. Совокупный объём средств Фонда Всеобщего Благосостояния. - Министерство Финансов РФ.

<http://www1.minfin.ru/ru/nationalwealthfund/statistics/volume/index.php?id4=6412> [↑](#footnote-ref-57)
58. Ведомости, 2013, 13 февраль.

<http://www.vedomosti.ru/finance/news/9047431/dohodnost_rezervnogo_fonda_i_fnb_v_2012_g_sostavila_074> [↑](#footnote-ref-58)
59. Парламентская газета, 2013 7 марта.

 <http://www.pnp.ru/news/detail/13855> [↑](#footnote-ref-59)
60. Основные направления единой государственной денежно кредитной политики на 2013 г. и период 2014 и 2015 гг. -ЦБ РФ.

[http://www.cbr.ru/today/publications\_reports/on\_2013(2014-2015).pdf](http://www.cbr.ru/today/publications_reports/on_2013%282014-2015%29.pdf) [↑](#footnote-ref-60)
61. Юдаева К. О валютной политике. -Вопросы экономики, 2010, № 1. c.25 – 28. [↑](#footnote-ref-61)
62. Шохина Е. Ориентир в будущее. -Эксперт Онлайн. 2012, 7 сентября 27.

 <http://expert.ru/2012/09/27/orientir-v-buduschee/> [↑](#footnote-ref-62)
63. Агентство экономической информации Прайм, 2013, 6 февраль.

<http://www.1prime.ru/Central_bank/20130206/760994670.html> [↑](#footnote-ref-63)
64. Банк России. [↑](#footnote-ref-64)
65. Там же. [↑](#footnote-ref-65)
66. Вести Финансы, 2012, 18 октября.

<http://www.vestifinance.ru/articles/18558> [↑](#footnote-ref-66)
67. Риа Новости, 2013, 20 февраля.

 <http://ria.ru/economy/20130220/923822877.html> [↑](#footnote-ref-67)
68. Борисов С.М. Российский рубль в международных расчётах: новейшие данные. - Банк России.

 <http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/Borisov_09_12.pdf> [↑](#footnote-ref-68)
69. Nakamura A. The Internationalization of emerging economy currencies. – IIMA, 2012, October 12. <http://www.iima.or.jp/Docs/report/2012/no2_2012_e.pdf> [↑](#footnote-ref-69)
70. РБК, 2007, 10 июня.

 <http://top.rbc.ru/economics/10/06/2007/106143.shtml> [↑](#footnote-ref-70)
71. SWIFT press release, 2013, February 27.

 <http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/products_services/monthly_RMB_tracker_Feb2013.pdf> [↑](#footnote-ref-71)
72. Мишина В.Ю. Развитие рынка юань/рубль. - Банковское дело,2012, № 4, с.16.

<http://mbka.ru/price/statij_bd042012.pdf> [↑](#footnote-ref-72)