

НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ РОССИИ

Михаил Николаевич Сидоров, д.э.н., профессор, профессор кафедры финансов и кредита

Тел.: 8-916-225-00-56, e-mail: reasupermanager@gmail.com

Московский университет им. С.Ю. Витте

<http://www.muiv.ru>

Рассмотрены проблемы укрепления финансовой системы России. Сформулированы предложения по становлению рубля как резервной валюты, введению в оборот некапитализированных элементов национального богатства, антиинфляционной политике и диверсификации банковской системы.

Ключевые слова: резервная валюта, инфляция, банковская система, финансовый рынок, рефинансирование, залоги. на англ.

Стратегия развития финансовой системы для устойчивого роста, на наш взгляд, должна реализовываться по следующим важнейшим направлениям. Остановимся на них подробнее.



М. Н. Сидоров

Становление рубля как резервной валюты. Современная ситуация в финансовой сфере благоприятствует появлению региональных резервных валют, одной из которых имеет возможность стать российский рубль. Кризисные явления в мировой финансовой системе способствуют формированию нескольких мировых центров экономического притяжения. Одним из проявлений этих тенденций должно стать формирование пула региональных резервных валют, что при должном взаимодействии финансовых властей разных стран и регио-

нальных союзов способно сделать глобальную финансовую систему более сбалансированной.

Российский рубль – один из претендентов на статус региональной резервной валюты. Первый шаг к реализации этого потенциала - повышение роли расчетов в рублях, сначала при торговле обязательствами по поставке сырьевых товаров, затем – долговыми обязательствами эмитентов России и других стран. При использовании рубля в качестве расчетной валюты российские резиденты выигрывают за счет снижения трансакционных издержек при проведении трансграничных операций.

Важно использовать повышение статуса рубля как инструмента укрепления российского финансового рынка, например, развития рублевой секьюритизации. Международные инвесторы придут на рублевый рынок секьюритизации при уверенности в том, что номинированные в рублях еврооблигации они всегда могут обменять на рубли, а на них купить товары на сырьевых биржах. Особенно это важно для ипотечного рынка, тяжело перенесшего кризис, но где уже более 60% кредитов выдается в рублях, а хеджирование валютных рисков обходится очень дорого. Создание сырьевых бирж с торговлей за рубли – одна из очевидных мер по стимулированию спроса на рубли как валюту транзакций – должно быть подкреплено постепенным снижением инфляции, структурной перестройкой экономики в пользу обрабатывающих отраслей. Статус резервной валюты предполагает не только дополнительные выгоды за счет вытеснения прочих валют из расчетов и возможности эмиссии рублей сверх потребностей резидентов, но и дополнительную ответственность финансовых властей.

Введение в оборот некапитализированных элементов национального богатства. Это позволит в разы увеличить мощность финансового сектора. В настоящее время капитала экономических агентов выступает менее 7% национального богатства, хотя

возможно ввести в оборот до 15%. Это основные фонды, земля, недра, естественные биологические и подземные водные ресурсы, недвижимость, нематериальные активы (патенты, авторские права). С одной стороны, капитализация активов позволяеткратно увеличить активы финансового сектора без катастрофического роста кредитных рисков. С другой стороны, рубли, эмитированные под транзакционный спрос для сделок с капитализированными активами, могут выступать как источники пассивов кредитных организаций, а сами активы - как часть собственного капитала кредитных организаций. Это существенно снизит потребность в притоке иностранных сбережений и обеспечит быстрый рост пассивов без потери финансового суверенитета. Чтобы механизм капитализации активов заработал, требуются изменение законодательной базы в сфере защиты прав собственности, залогов, секьюритизации и планомерная работа по изменению соответствующей правоприменительной практики. Важнейшее препятствие из перечисленных – слабая спецификация и недостаточная защита прав собственности. Помимо основных мероприятий, способствующих капитализации активов, необходимы поддерживающие процедуры оценки активов, организованные рынки для торговли активами, поддерживающие котировки маркет-мейкеры, позволяющее капитализировать интеллектуальную собственность патентное право, синхронизация кросс-секторного регулирования. В итоге спецификация и создание эффективных правовых институтов защиты собственности вкупе с другими мерами способны обеспечить введение в оборот нефинансовых активов общей стоимостью порядка 100 трлн руб. в течение 10 лет.

Успешный опыт капитализации нефтегазовых запасов в стоимости акций крупнейших российских компаний свидетельствует, что передача контроля над активами иностранному капиталу не является необходимым условием их адекватной оценки. Без существенного ущерба объемам капитализации можно предусмотреть систему встроенных ограничений, способную предотвратить угрозу перехода стратегически важных активов в собственность нерезидентов, в том числе транснациональных компаний. Это могут быть долгосрочные арендные права вместо прав полной собственности распоряжения, различные ковенанты использования активов и возможности их отчуждения в пользу иностранных лиц.

Антиинфляционная политика. Важнейшие причины неэффективности существующей антиинфляционной политики – специфика используемых инструментов и недооценка влияния немонетарных факторов. Стерилизация денежной массы, которая продолжает использоваться как основной инструмент антиинфляционной политики, практически не оказывает влияния на немонетарную составляющую инфляции. Изъятие денег из экономики порождает ряд негативных эффектов. Негибкость механизма стерилизации, привязанного к ценам на нефть, создает искусственные перепады ликвидности; периодически возникает избыточная стерилизация, когда прирост спроса на деньги со стороны экономики не покрывается денежным предложением. Отставание динамики денежного предложения (денежной базы) от расширения спроса на деньги со стороны экономики (денежной массы) – один из важнейших источников системных рисков банковского сектора.

На смену стерилизации как основному антиинфляционному инструменту должна прийти гибкая стерилизация, не наносящая ущерба ликвидности банковского сектора и лишь дополняющая другие инструменты монетарной, бюджетной, таможенной и конкурентной политики.

Политика «дешевых денег», проводимая ФРС (Федеральная резервная система) США, с одной стороны, и политика российских монетарных властей по стерилизации рублевой денежной массы, с другой, поддерживали существенное различие между ставками в рублях и долларах, что провоцировало дополнительные приток капитала и эмиссию рублей. В итоге влияние стерилизации на динамику денежной массы оказыва-

лось ограниченным, и ее эффективность как инструмента по сдерживанию монетарной составляющей инфляции резко упала.

Стерилизация экспортной выручки превратилась из инструмента борьбы с инфляцией в автаркичный механизм, не имеющий позитивных экономических эффектов.

Потребность в изъятии избыточной эмиссии.

Эмиссия рублей под приток валюты по счету текущих операций.

Стерилизационный механизм не учитывает темп роста спроса на рубли.

Необходимость эмиссии под приток валюты по внешним займам.

Рост внешних займов компаний и банков в иностранной валюте:

1. Эффект «избыточной стерилизации»

2. Процентные ставки в рублях существенно выше мировых

Растущий приток валюты по счету текущих операций

Высокие цены на нефть

При существенной немонетарной составляющей российской инфляции требуется использование инструментов, направленных не на сдерживание роста денежного предложения, а на создание условий для роста предложения товаров и услуг через развитие конкуренции, снижение издержек бизнеса за счет развития инфраструктуры. Напротив, умеренно мягкая монетарная политика через расширение кредитования секторов, чья продукция подорожала в наибольшей степени, может способствовать сокращению немонетарной инфляции. Поэтому в условиях инфляции сдерживание кредитной экспансии должно касаться в первую очередь потребительского кредитования, которое лишь усугубляет разрыв между спросом и внутренним производством.

Предупреждение кризисов. Быстрый рост финансового сектора должен сопровождаться развитием механизмов, смягчающих последствия внешних и внутренних шоков. Связанный с увеличением активности кредитных организаций рост системных рисков банковского сектора вкупе с неразвитой финансовой инфраструктурой, неадекватными технологиями управления рисками, отсутствием эффективных механизмов сотрудничества внутри банковского сообщества, а также между банками и монетарными властями увеличивает вероятность банковского кризиса.

Последствия кредитного кризиса в США – яркий пример масштабного внешнего шока, для смягчения которого необходимо использовать все доступные инструменты. В первую очередь, это краткосрочное рефинансирование. Намечившаяся смена модели денежного предложения и переход к инфляционному таргетированию приводят к тому, что российские банки все чаще и в больших объемах будут нуждаться в поддержке ЦБ (Центральный банк). Поэтому в рамках совершенствования механизмов рефинансирования необходимо предусмотреть создание механизма реализации предметов нерыночных активов, выступающих в качестве залога по непогашенным кредитам Банка России. Важную роль играет улучшение практики корпоративного управления и риск-менеджмента. Однако часть масштабных рисков должны брать на себя финансовые власти. Пока недостаточно используются возможности взаимодействия с центральными банками других стран. Неформальные договоренности о согласованных интервенциях позволяют предотвращать и быстро пресекать спекулятивные атаки.

Снизить риски банковского бизнеса позволят институциональные улучшения – организованный рынок межбанковского кредитования, консолидация кредитных бюро, развитие синдицированного кредитования. Банку России необходимо выработать механизмы, которые ограничивали бы спекулятивные операции с производными инструментами банков и их дочерних структур.

Диверсификация банковской системы. На место изолированных эшелонов межбанковского рынка должен прийти механизм матричного деления, благодаря которому избыточная ликвидность крупнейших банков будет переходить к менее крупным специализированным банкам. Сегодня на межбанковском рынке сложились эшелоны:

крупные банки работают с крупными, средние – в основном со средними. Такая структура препятствует переходу избыточной ликвидности к наиболее нуждающимся в ней – небольшим банкам. Более высокая рентабельность небольших специализированных банков позволяет им платить некоторую премию к стоимости ресурсов для крупных банков.

Однако система ранжирования лимитов, которые устанавливаются на кредитные организации на основе имеющейся у данного банка информации, существенно ограничивает скорость и объем перемещения ликвидных ресурсов между ликвидноизбыточными и ликвидодефицитными банками. Матрица уровней предполагает, что у банков сохраняется возможность классифицировать потенциальных партнеров на две группы. Сделки с приближенными могут носить внебиржевой характер. При возникновении избыточной ликвидности у одной группы банков она распределяется на организованном межбанковском рынке по конкурентным заявкам всех нуждающихся в ликвидности банков. При этом крупнейшие банки становятся маркет-мейкерами и берут на себя обязательства по поддержке индикативных котировок с объемами не ниже оговоренного минимума. Гарантией исполнения обязательств на организованном рынке может выступать право кредитора на безакцептное списание оговоренной суммы с корреспондентского счета в территориальном управлении Банка России.

Организованная площадка межбанковского рынка – только один из каналов аллокации ресурсов внутри банковского сектора. Полноценная система рефинансирования должна быть дополнена такими каналами, как синдицированное межбанковское кредитование, выкуп облигационных выпусков, кредитных портфелей и закладных.

Синхронизация регулирования разных секторов финансового рынка.

Адекватность потребностям экономики и общества без существенного роста зависимости от зарубежных экономических агентов предполагает синхронное развитие разных секторов финансового рынка: провайдеров кратко-, долгосрочных ресурсов и услуг по управлению рисками. Отставание одного из сегментов финансового рынка может обернуться проблемами в других секторах. Например, слабое развитие инфраструктуры оценки рисков (включая страховые компании, рейтинговые агентства, кредитные бюро) может сдерживать развитие банковского сектора либо привести к опасному накоплению банковских рисков. Чтобы избежать таких провалов, необходима синхронизация регулирования разных секторов финансового рынка. Помимо интересов финансового рынка, без синхронного регулирования сложно пресекать кросс-секторные схемы легализации преступных доходов. Однако на практике все усилия в этом направлении зачастую сводятся к попыткам перераспределить надзорные функции (конфликты ФСФР (Федеральная служба по финансовым рынкам) и ЦБ о поднадзорности, желание Росфинмониторинга обладать правом отзыва банковских лицензий) либо организационно объединить существующие ведомства, создав мегарегулятор. Вместе с тем синхронное развитие нетождественно появлению мегарегулятора финансового рынка: анализ опыта зарубежных стран показывает, что добиться синхронного развития можно при различном уровне интеграции регулирующих органов.

Важнейшие предпосылки реализации модели мегарегулирования – универсализация финансовых продуктов и усложнение структуры участников рынка – в России лишь формируются. В России появились финансовые холдинги, но уровень интеграции бизнес-процессов и продуктов пока еще не высок. Даже накопительное страхование жизни, популярный во многих странах комбинированный продукт со страховой и инвестиционной составляющими, не играет существенной роли: взносы по таким программам едва превышают 8 млрд руб. в год (менее 0,1% ВВП, в большинстве развитых экономик – от 4 до 10%).

На современном этапе развития российского финансового рынка, важнейшими мероприятиями по синхронизации регулирования должны стать расширение практики подготовки консолидированной отчетности финансовых холдингов, налаживание кана-

лов регулярного обмена информацией и опытом между регуляторами. Международный опыт не дает пока веских аргументов в пользу высокой эффективности мегарегулятора в предотвращении и купировании кризисных явлений. Модель мегарегулятора, в той или иной форме принятая примерно в 40 странах, еще не завершила проверку системным кризисом. Более того, в российских условиях велика вероятность потери управляемости в период становления нового регулирующего органа. В условиях молодого и нестабильного финансового сектора это обернется значительными потерями: вместо перспективных задач будут решаться текущие, организационные.

Немалое значение имеет и открытость рынка для новаций в регулировании. Если рынок непрозрачен и закрыт, то затрудняется развитие саморегулирования и системы рыночных индикаторов, таких как аудит, рейтинги, публичная отчетность, мнения консультантов и экспертов. В таком случае на мегарегулятор ложится очень ответственная задача одновременно обеспечить такое качество регулирования и институционального проектирования, которое позволило бы решить как текущие, так и перспективные задачи, и способствовать повышению прозрачности на всех сегментах рынка. Цена ошибки мегарегулятора существенно возрастает.

Неинфляционная кредитная экспансия. Государству следует более активно использовать механизмы неинфляционной кредитной экспансии для стимулирования экономического роста и повышения его качества. В России, в отличие от развитых экономик с низкой отдачей от инфраструктурных инвестиций, небольшие по мировым меркам вложения в модернизацию уже в течение 2-3 лет способны привести к существенному росту производительности труда, росту предложения товаров и услуг и, как следствие, снижению инфляционного давления. Благодаря этому в России возможно сочетание кредитной экспансии и умеренной инфляции.

Чтобы исключить существенные инфляционные последствия, механизм долгосрочного рефинансирования должен дополняться ограничениями на использование предоставленных средств. Среди механизмов, которые могут применяться для стимулирования неинфляционной кредитной экспансии банков и роста предложения товаров и услуг:

- рефинансирование валютных кредитов, выданных российским компаниям на покупку зарубежных компаний или технологий,
- рефинансирование кредитов в рублях, замещающих внешнее фондирование,
- рефинансирование кредитов в рублях, выданных предприятиям секторов, генерирующих немонетарную инфляцию,
- механизмы неинфляционной кредитной экспансии вполне способны заменить коррупционное прямое распределение бюджетных средств на безвозмездной основе.

Литература

1. Сидоров М.Н. Управление экономическим ростом. Palmarium Academic Publishing,
2. Слепов В.А., Громова Е.И., Керу И.Т. Финансовая политика компании: учебное пособие. – под ред. проф. В.А. Слепова. – М.: Экономистъ, 2008.
3. Зви Боди, Мертон Роберт К. Финансы: учебник / пер. с англ. – Вильямс, 2007. – 592 с.

DIRECTIONS OF THE FINANCIAL SYSTEM OF RUSSIA DEVELOPMENT

*Mikhail Nikolaevich Sidorov, Ph. D., Professor of the Department of Finance and Credit
Moscow Vite University*

The article deals with the problems of the financial system of Russia strengthening. The suggestions on the ruble formation as a reserve currency, the introducing of non-capitalized elements of national wealth has been given. The suggestions on the anti-inflationary policy and the diversification of the banking system have been formulated.

Keywords: reserve currency, inflation, banking system, financial market, refinancing, pledges.