



Институт
Современного
Развития

Структурная модернизация финансовой системы России

Аналитический доклад

ПРИЛОЖЕНИЯ

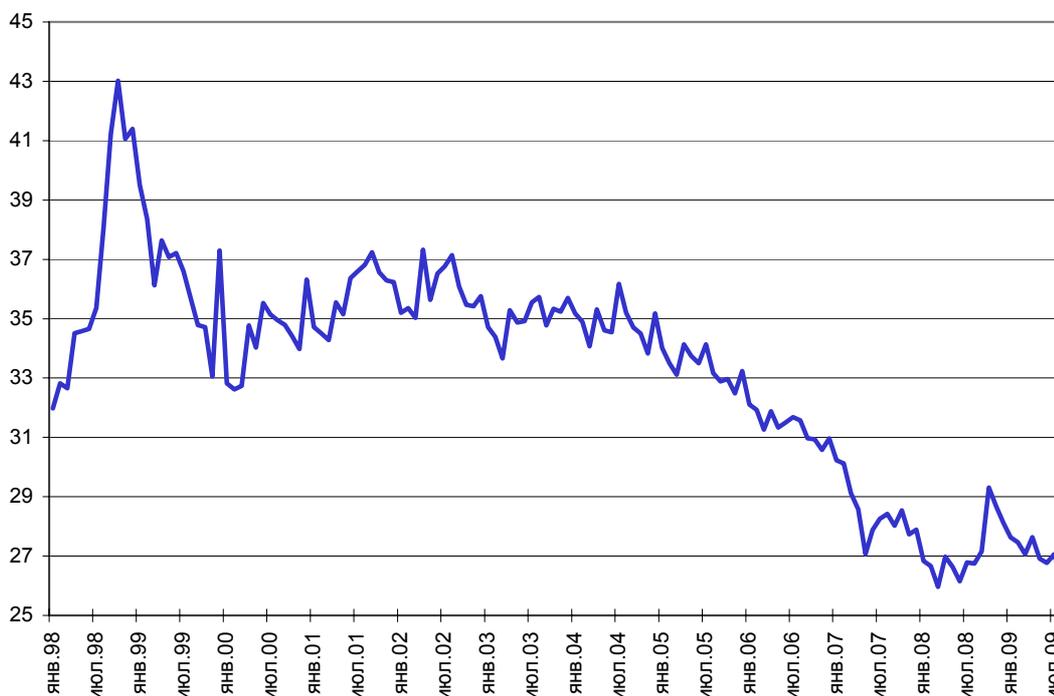
Февраль 2010

ПРИЛОЖЕНИЕ 1	165
Снижение доли наличных денег в совокупном денежном предложении	165
ПРИЛОЖЕНИЕ 2	170
Международный опыт развития безналичных платежных систем.....	170
ПРИЛОЖЕНИЕ 3	187
Спрос нефинансового сектора на банковские кредиты	187
ПРИЛОЖЕНИЕ 4	195
Ретроспективный сценарный прогноз: сбалансированное развитие как альтернатива форсированному росту.....	195
ПРИЛОЖЕНИЕ 5	201
Международная практика регулирования капитала банков.....	201
ПРИЛОЖЕНИЕ 6	206
Международная практика внеофисного банковского обслуживания	206
ПРИЛОЖЕНИЕ 7	207
Основные проблемы финансового рынка в России	207
ПРИЛОЖЕНИЕ 8	210
Характеристики изменения конкурентоспособности российского финансового рынка в результате кризиса.	210
ПРИЛОЖЕНИЕ 9	212
Перспективы развития рынка государственных ценных бумаг.....	212
ПРИЛОЖЕНИЕ 10	218
Основные признаки международного финансового центра: очередность задач по их формированию	218
ПРИЛОЖЕНИЕ 11	221
Зарубежный опыт развития международных финансовых центров.....	221
ПРИЛОЖЕНИЕ 12	227
Развитие научных представлений о роли финансового сектора в социально-экономическом развитии .	227
ПРИЛОЖЕНИЕ 13	230
Мировой опыт внедрения мегарегулирования на финансовом рынке	230
ПРИЛОЖЕНИЕ 14	242
Формирование системного риска на финансовом рынке России	242
ПРИЛОЖЕНИЕ 15	246
Финансирование органов мегарегулирования финансового рынка	246

Снижение доли наличных денег в совокупном денежном предложении

Российская финансовая система в новейшей истории (1992–2009 гг.) характеризовалась крайне высокой долей наличных денег в общем денежном предложении. Эволюция национальной финансовой сферы прошла за последние 17 лет различные периоды, характеризующиеся как финансовыми потрясениями, так и расцветом финансовых рынков. В определенные периоды процентные ставки стимулировали рост сбережений населения в «организованной форме» (в виде банковских депозитов), в другие моменты банковские депозиты населения росли даже в условиях реальных отрицательных ставок. Далее, происходило снижение «теневого» оборота, наблюдалась «дедолларизация» финансового обращения. Важно, что, несмотря на различные позитивные сигналы и негативные шоки, в течение трансформационного периода *доля наличных денег* продолжительное время была предельно высока; с середины 2007 года эта доля стабилизировалась также на весьма высоком уровне.

Рисунок 1–1. Динамика доли наличных денег в обращении (M0) к совокупному денежному предложению (M2), %

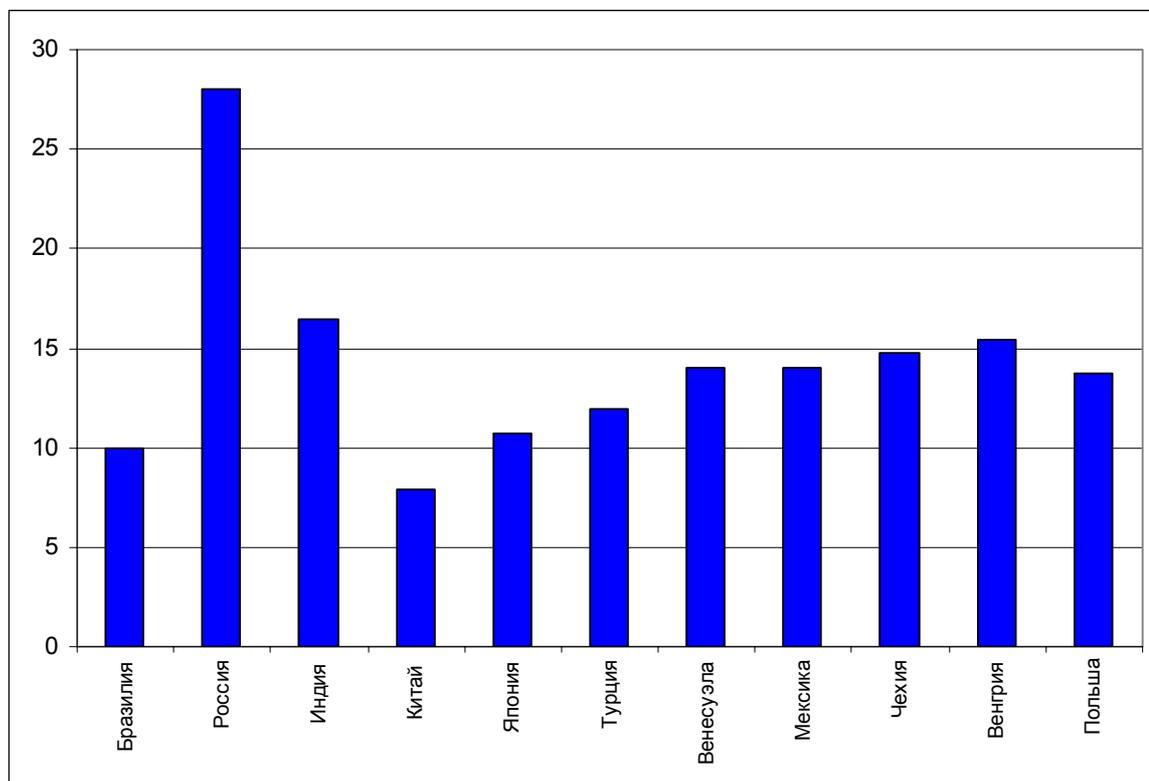


Источник: ЦБ РФ.

Признать подобное состояние «нормальным» нельзя. Доля наличных денег в обращении (по отношению к совокупному денежному предложению в национальной валюте) существенно ниже не только в развитых экономиках, но также ниже и в

развивающихся экономиках (особенно в экономиках, входящих в условную группу BRIC и соответствующих текущему инвестиционному уровню кредитного рейтинга России).

Рисунок 1–2. Доля наличных денег в обращении вне банковской системы к совокупному денежному предложению в различных (сопоставимых) странах, % (2006–2008 гг.).



Примечание: доллар и евро должны быть исключены из рассмотрения, поскольку обслуживают не только внутристрановой оборот, но частично и оборот прочих стран.

Источник: МВФ.

Следует отметить, что на графике выше приведены различные типы экономик – либеральные, с высокой долей государства, нефтедобывающие, развитые, бедные и проч. Однако общий вывод очевиден – при сбалансированном спросе и предложении денег транзакционный спрос на наличные деньги составляет 7–15% М2. Очевидно, что устойчиво высокая доля наличных денег в обращении по отношению к совокупному денежному предложению России указывает на неразвитость банковской системы и банковских услуг, высокую долю теневой экономики, *активный уход от налогообложения*, высокий уровень инфляции и инфляционных ожиданий.

Эффекты от снижения доли наличности в денежной массе:

- рост ресурсов банковского сектора, увеличение стабильности банковского сектора;

- рост предложения кредитов, расширение внутреннего спроса, ускорение экономического роста;
- снижение объема теневых операций;
- расширение налоговой базы;
- увеличение финансовой прозрачности (важно, главным образом, для малых предприятий).

Основные препятствия к расширению безналичного денежного оборота.

- Высокий уровень теневых и серых операций. По оценкам МВФ, доля теневого (серого) сектора экономики в РФ достигает 45% ВВП. В странах–членах ОЭСР этот показатель находится в пределах 14–16%. Наличие масштабного теневого сектора в экономике стимулирует спрос на наличные деньги как со стороны предприятий (зарплаты в конвертах, теневой оборот, коррупция), так и со стороны населения – значительная часть товарооборота и сектора услуг лежит вне организованной платежной системы.
- Низкая осведомленность населения о существующих финансовых услугах. Уровень финансовой грамотности большей части населения критически низок. В этом же ряду стоит проблема определенного недоверия со стороны населения к системе безналичных платежей, боязнь потерять контроль за расходованием и безопасностью денежных средств
- Незначительный уровень проникновения точек приема электронных платежей (POS терминалы). Несмотря на бурный рост их числа (в три раза с 2002 по 2005 гг.) на душу населения проникновение карточных технологий в сфере торговли и сервиса в РФ составляло в 2005 г. 5% от аналогичного показателя Великобритании.
- Барьеры на вход в «зарплатные» проекты для малых предприятий с небольшой численностью сотрудников. Доля занятых в малых предприятиях заметна, но для таких предприятий целесообразность перехода на карточные зарплаты далеко не очевидна. Это обусловлено следующими моментами. В условиях малого числа POS терминалов в торговле и незначительного числа банкоматов большинство банков для эффективного перехода на карточную схему выплаты зарплаты предприятию сталкивается с необходимостью установки собственного банкомата. Учитывая то, что установка банкомата становится рентабельной лишь при нескольких сотнях клиентов, для большого числа малых предприятий, удаленных от точек продаж финансовых услуг, переход на карточную зарплату может оказаться неэффективным.

Возможные направления развития банковской системы, содействующие снижению наличных денег в обращении.

Необходимые действия для увеличения проникновения электронных платежей.

- Повышение финансовой грамотности населения. (Преимущества банковских счетов, способы управления личными финансами при помощи банковских услуг, выгоды расчетов с использованием карт).
- Стимулирование использования банковских карт – повышение привлекательности карточных платежей (налоговые льготы, бонусные программы, дополнительные услуги – операций через мобильный телефон, интернет и др.).
- Меры по увеличению числа точек продаж, оборудованных POS-терминалами (законодательные меры, налоговое стимулирование).
- Специальные программы для малого бизнеса по включению в зарплатные проекты.

Опыт зарубежных программ стимулирования безналичных расчетов.

Ряд стран в различное время реализовывал программы по стимулированию безналичных расчетов.

Так, после кризиса 1997 года правительство **Южной Кореи** приняло решение стимулировать национальное потребление за счет более широкого использования кредитных карт. Меры стимулирования включали:

- налоговые льготы гражданам, пользующимся картами;
- проведение лотереи для совершивших карточные транзакции;
- снижение требований по открытию персональных карточных счетов.

К результатам этих мер относят увеличение налоговых поступлений, снижение масштабов серой экономики, рост объема транзакций, совершенных с использованием карт в общем объеме потребительских расходов.

В 2003 году в **Южной Африке** была запущена программа по предоставлению банковских услуг для 80% жителей, проживающих в радиусе 20 км от местонахождения банковских офисов. Жителям открывался стандартизованный банковский счет, по которому выпускается дебетовая карта. Для максимального сокращения издержек по обслуживанию счета и упрощения процедуры его ведения по счету допускались только внесение средств, снятие наличных и осуществление платежей с использованием дебетовой карты в розничных торговых точках. В результате к февралю 2005 г. было открыто 500 000 счетов Mzansi.

В США власти всех штатов перешли с 2002 г. к выплате пособий на питание в электронном виде. Получатели пособий на питание должны были использовать карты, аналогичные по своим функциям дебетовым картам. К 2004 г. процедура выплаты всех федеральных пособий на питание была успешно переведена на «электронные рельсы»: отныне все платежи стали осуществляться с использованием электронных пластиковых карт. Если на начальных этапах внедрения этой системы себестоимость выплаты пособий составляла 300 долларов США на одного держателя карты в год, то сегодня эксплуатация системы обходится властям штатов менее чем в 1 доллар США на одного получателя в день. Внедрение этой системы позволило сократить количество случаев мошенничества и повысило операционную эффективность механизма выплаты пособий на питание.

Международный опыт развития безналичных платежных систем¹

В большинстве стран мира развитию частных электронных платежных систем способствовало использование взвешенной и выверенной нормативной базы, активно стимулировавшей конкуренцию и инновации и выгодной для всех заинтересованных сторон. Именно в таком контексте частные компании стали локомотивами внедрения новых технологий для минимизации рисков, а также новых продуктов, таких, как дебитовые, предоплатные и мобильные средства платежей. В противоположность этому в тех немногих случаях, когда власти шли по пути жесткого регулирования рынка – включая защиту монополий или создание предпочтительных условий для национальных систем – это чаще всего становилось препятствием для экономического роста, инноваций, обеспечения безопасности, а банки, потребители, предприятия торговли и экономика в целом несли потери. Именно соблюдение четкого баланса между разумным надзором со стороны властей и активной конкуренцией между участниками рынка является ключевым фактором развития и обеспечивает ускоренное принятие все более разнообразных и инновационных решений в сфере электронных платежей.

Платежные сети масштаба Visa или Master Card играют уникальную роль в мировой финансовой системе, облегчая проведение транзакций между потребителями и компаниями любых размеров. Если говорить конкретно о Visa, в рамках этой сети выпущено 1,7 миллиарда платежных карт, она соединяет между собой 30 миллионов предприятий торговли и более 16 000 финансовых институтов в 170 странах мира.

Обеспечивая проведение транзакций, частные платежные системы создают значительную добавленную стоимость для каждого из участников, а также для экономики в целом.

Инновации и рост объема электронных платежей

Ведение системы электронных карточных платежей открыло для финансовых учреждений новые источники доходов – от управления платежами до, в случае выпуска кредитных карт, потребительского кредитования. Однако для получения этих доходов следовало убедить потребителей использовать карты, а торговцев – принимать их. Таким образом, желание заработать давало банкам стимул продвигать платежные карты на рынке и, что не менее важно, инвестировать в их развитие.

В то же время платежным системам (таким, как Visa или MasterCard) было необходимо создать привлекательные условия не только для эмитентов, чтобы те

¹ Материал любезно предоставлен компанией VISA.

предлагали карты этих систем потребителям и поощряли владельцев карт использовать их при покупках, но и для банков, обслуживающих торговые организации. Последние могли убедить торговые организации и торговцев начать принимать карты данных систем и заключать соответствующие договоры. Суть сетевой платежной системы заключается в поддержании баланса между спросом со стороны тех, кто использует карты и тех, кто их принимает, обеспечивая необходимый уровень привлекательности платежной системы для обеих групп. Кроме того платежным системам требовалось разработать техническую инфраструктуру для обработки операций, удовлетворяющую требованиям банков, потребителей и торговых организаций. Иными словами, при разработке системы розничных платежных карт принимались во внимание нужды различных групп пользователей.

Введение в действие описанных схем помогло быстро привлечь в платежные системы как владельцев карт, так и торговые организации, в то время как розничные сети и финансовые учреждения конкурировали между собой, стремясь предложить клиентам все более выгодные условия. Платежные карты были быстро адаптированы к нуждам торговли, позволив осуществлять гарантированно быстрые и малозатратные электронные платежи. С течением времени торговцы осознали весь масштаб дополнительных преимуществ электронных платежей: теперь их потенциальная аудитория охватывала миллионы владельцев карт во всем мире, увеличился размер среднего чека и ускорился оборота бизнеса. Появление системы электронных платежей дало стимул к развитию совершенно новых моделей торговой деятельности, таких, как бурно развивающаяся Интернет-торговля.

Частные системы электронных платежей также позволили потребителям осуществлять платежи лично, по телефону, а впоследствии и через Интернет в миллионах торговых точек по всему миру. Вдобавок потребители получили такие важные выгоды, как бонусы от эмитента и удобную систему контроля за своими финансами.

Хотя развитие платежных систем, таких как Visa и MasterCard, было для своего времени революционным событием, важно то, что конкурентная среда, в которой они развивали свой бизнес, создала благодатную почву для *постоянных* инноваций и выхода на рынок множества новых операторов электронных платежей. Например, инвестиции Visa и ее клиентов из числа финансовых институтов подхлестнули развитие рынка дебетовых карт в США. Несмотря на то, что ряд региональных сетей предлагал дебетовые карты, широкое распространение они получили лишь после того, как международные платежные системы вложили миллионы долларов в развитие и продвижение дебетовых

услуг. По данным Visa, в этом году объем платежей по дебетовым картам в США впервые *превысил* объем платежей по кредитным картам.

В настоящее время конкуренция побуждает такие компании, как PayPal² и Google³ к разработке новых платежных решений для электронной коммерции и розничной торговли в сети Интернет. Revolution Money, еще одна компания, недавно появившаяся на рынке США, предлагает клиентам защищенную ПИН-кодом кредитную карту RevolutionCard, а также реализует новые технические решения для перевода средств между держателями счетов при помощи Интернета.⁴ Эти участники рынка не только являются движущей силой инноваций во всей индустрии платежей, но и демонстрируют быстрый рост количества операций, клиентской базы и числа торговых точек, где их карты принимаются к оплате. Именно сильная конкуренция является гарантом постоянного расширения преимуществ электронной системы платежей как для владельцев карт, так и для торговых организаций.

Государственные платежные системы

Правительство США не раз пыталось ввести в действие государственную платежную систему. Государство не менее активно пыталось устранить недостатки бумажных платежей, но результаты этих действий были более чем скромными. Одновременно наблюдалось интенсивное развитие частных платежных систем, которые отвечали потребностям рынка. Опыт США продемонстрировал проблемы, с которыми сталкивается любое государство при разработке платежной системы, которая отвечала бы постоянно меняющимся и порой противоречащим друг другу интересам большого числа заинтересованных сторон. При этом особенно сильное влияние на развитие рынка электронных расчетов частные платежные системы оказали в сфере розничных платежей.

Начиная с 1970-х годов, федеральные резервные банки продвигали систему Автоматизированной клиринговой палаты (АКП). Первоначально представители Федеральной резервной системы полагали, что повышения эффективности платежей можно добиться простой заменой бумажных чеков электронными операциями на базе АКП. Система АКП предлагала дебетовые и кредитные платежи, которые во многом напоминали систему расчетов чеками. Информация о платеже обычно передавалась через некоторое время после его осуществления. Этот небольшой промежуток времени позволял банкам передавать информацию о нескольких платежах одновременно, что сокращало издержки.

² См. PayPal, *О нас*, <https://www.paypal-media.com/aboutus.cfm> (где PayPal описывается как «мировой лидер в сфере платежей онлайн»).

³ См. Google Checkout, <https://checkout.google.com>.

⁴ См. <http://www.revolutionmoney.com>.

Несмотря на сокращение издержек путем пакетной передачи данных, система АКП так и не завоевала популярности среди банков, владельцев карт и торговых точек. В то время как система АКП была призвана заменить чеки более дешевыми электронными расчетами, операции с платежными картами обещали банкам-участникам дополнительный доход от обработки платежей. Перспектива этих доходов стимулировала банки к продвижению платежных карт. При поддержке банков платежные карты удалось превратить в надежную, быструю и малозатратную систему электронных расчетов для торговых предприятий, тогда как потребители получили возможность мгновенно оплачивать покупки лично, по телефону или в сети Интернет.

В итоге частные платежные системы оказались в гораздо лучшем положении, чем АКП, так как разрабатывали свои продукты с учетом интересов максимально широкой аудитории.⁵ Хотя АКП предлагала более выгодные тарифы для крупных межбанковских переводов, ее условия проигрывали на фоне преимуществ, обеспечиваемых частными системами для торговых организаций и владельцев карт. Представители Федеральной резервной системы признали, что частные платежные системы, развивающиеся в условиях острой конкуренции и вынужденные постоянно совершенствоваться, чтобы не отстать от рынка, предлагают торговым организациям и владельцам карт более привлекательные условия.⁶

Как отметил бывший председатель Федеральной резервной системы:

Хотя система АКП автоматизировала ряд важных видов платежей, она никогда не пользовалась популярностью у потребителей. Ее опыт показывает, что создать новую технологию и запустить систему электронного межбанковского клиринга была просто. Но оказалось крайне сложно предложить потребителям и торговым предприятиям электронные платежные средства, превосходящие бумажные с точки зрения удобства и экономичности. Мы были настолько полны энтузиазма по поводу новых электронных платежных систем, что незаслуженно недооценили удобство бумажных расчетов для населения. Кроме того мы не осознали всю сложность создания широкой инфраструктуры для поддержки новых электронных платежных систем и то, сколько это будет стоить. Возможно также, что поддержка правительством одной технологии – в данном случае

⁵ Вот лишь один пример. Дебет АКП не обеспечивает подтверждения или гарантии осуществления платежа, а потому для санкционирования единичной операции торговой компании, как правило, приходилось ждать дни или даже месяцы, чтобы узнать, не был ли платеж возвращен. Поэтому, хотя АКП иногда использовалась для обслуживания регулярных платежей, таких как выплаты заработной платы, ипотечные и страховые платежи, задержки и риски, связанные с их осуществлением, лишают их привлекательности для проведения розничных платежей.

⁶ К 2006 году исследование ФРС показало результат эволюции двух моделей. Кредитные и дебетовые карты обеспечивали 44 млрд платежей в год, тогда как АКП – лишь 14,6 млрд.

системы АКП – несколько затормозила стремление частного сектора развивать альтернативные технологий.⁷

Эволюция моделей АКП и платежных карт отражает различия в приоритетах и сильных сторонах разработчиков этих систем. Опираясь на опыт сотрудничества с банками, Федеральная резервная система разработала модель, ориентированную только на осуществление текущих банковских операций. В свою очередь отдельные банки строили платежные системы в соответствии с нуждами розничных предприятий и частных лиц, опираясь на опыт взаимодействия со своими клиентами. В итоге оказалось, что именно частные системы электронных платежей обладают необходимой мотивацией и опытом для продвижения и введения в действие инфраструктуры платежей, соответствующей мировым стандартам и подходящей для использования во всех странах.

США: уроки регулирования

Развитие индустрии электронных платежей в США привело к бурному росту данного сектора, обострению конкуренции и появлению стимулов для разработки инновационных решений. В условиях жесткой конкуренции новички и опытные участники рынка постоянно предлагают всем звеньям платежной цепочки все более и более выгодные решения. За последние 50 лет были достигнуты огромные успехи, разработаны новаторские продукты с учетом потребностей торговых организаций и потребителей: дебетовые, предоплатные и мобильные системы расчетов. Правительство США играет определенную роль в данном процессе, но она по большей части сводится к регулированию взаимоотношений между эмитентами и владельцами карт и обеспечению общей безопасности системы такими средствами, как, например, борьба с отмывания денег. Подобная сбалансированная политика укрепляет доверие потребителей к системе, одновременно оставляя простор для конкуренции, стимулирующей рост сектора в целом.

Система электронных платежей в Китае

Сегмент банковских карт был создан в КНР около тридцати лет назад, и с того момента продемонстрировал значительный рост. В настоящее время China UnionPay (CUP) является внутренним монополистом, который не только владеет единственным национальным брендом платежных карт, но и управляет единственной в стране расчетно-клиринговой системой для осуществления розничных платежей по картам. От CUP, собственниками которой являются свыше восьмидесяти крупнейших банков и других государственных предприятий КНР, изначально требовалось наладить систему платежей с

⁷ Замечания председателя ФРС Алана Гринспена, *Регулирование электронных платежных систем*, Конференция Министерства финансов США «Электронные денежные и банковские операции: роль правительства», Вашингтон, округ Колумбия (19 сентября 1996 г.) (курсив наш).

помощью национальных межбанковских карт на основе единой сети и под единым логотипом. Однако совокупные выгоды от развития данной индустрии для потребителей, торговых учреждений, банков и китайской экономики в целом оказались весьма скромными ввиду отсутствия конкуренции, что сказалось на качестве и спектре услуг в сфере электронных платежей.

Развитие China UnionPay

Универсальные платежные карты общего назначения стали доступны отдельным клиентам китайских банков с 1986 года, когда Банк Китая (БК) выпустил первую в стране банковскую карту – дебетовую карту с подписью владельца и системой отложенного платежа. Эти карты были привязаны к депозитному счету, допускали небольшой овердрафт и требовали «гаранта». Вскоре этому примеру последовали и остальные крупные государственные банки. Однако до середины 1990-х годов каждый из филиалов банков-эмитентов создавал и обслуживал собственные независимые (и, вследствие чего, несовместимые) компьютерные системы, а также карточные продукты, которые могли использоваться только в банкоматах местных филиалов банка и в торговых точках, являющихся собственностью отдельных филиалов банка. Таким образом, в кассах магазинов можно было видеть по нескольку платежных терминалов, а карт, используемых в масштабах всей страны, не существовало. Эта сильно децентрализованная структура сдерживала развитие сегмента банковских карт на протяжении двух десятилетий.

Начиная с 1993 года, децентрализованность системы карточного обслуживания в стране стала вызывать недовольство высшего руководства КНР. В результате Народный банк Китая (НБК) выступил с инициативой объединения разрозненных брендов карт и платежных сетей. Эта инициатива привела к созданию семнадцати «Золотых центров банковских карт». Каждый из этих центров служил региональным расчетно-клиринговым узлом, обеспечивающим «совместимость» различных карт, предлагаемых различными местными банками. Для обеспечения межрегиональных расчетов и клиринга был создан восемнадцатый «Золотой центр банковских карт».

В 2000 – 2001 годах в целях дальнейшего развития и улучшения операционной совместимости системы банковских карт на территории КНР Национальный банк Китая ввел дополнительные параметры стандартизации: единый стандарт номера карт, общие параметры безопасности (например, голограммы и магнитные полосы), новый единый логотип, который должен был присутствовать на всех новых картах, выпускаемых в КНР, а также единую процессинговую платформу, которая должна была использоваться всеми эмитентами.

В середине 2001 года НБК также учредил в Китае полностью частную и принадлежащую банкам компанию с ограниченной ответственностью в целях руководства разработкой новых общенациональных правил, процессинговых платформ и стандартов. В 2002 CUP был преобразован в новую компанию, которой предоставили исключительные права на управление, проведение клиринговых и расчетных операций по банковским картам в юанях. Компания была наделена монопольным правом на подобную деятельность, которое сохраняет и по сей день.

Роль международных платежных брендов в КНР

На заре развития электронных платежей в КНР международные платежные бренды, такие, как Visa и MasterCard, официально играли весьма скромную роль. И хотя на некоторых картах помимо названия банка помещался логотип Visa или MasterCard, это было не более чем «рекламой» международных брендов, поскольку правила эмиссии и приема карт, клиринга и расчетов по-прежнему определялись различными децентрализованными брендами и сетями, созданными местными филиалами банков. В отдельных случаях китайским банкам предоставлялось право выпускать платежные карты в иностранной валюте для использования китайскими гражданами в зарубежных поездках или в торговых точках, принимавших платежные карты иностранных эмитентов. Однако эти карты выдавались только клиентам, имевшим доступ к иностранной валюте, поскольку начисления и расчеты по операциям проводились исключительно в иностранной валюте.

С момента создания CUP международные и национальные компании по оказанию услуг в сфере электронных платежей оказались лишены возможности выпускать банковские карты в юанях не под брендом CUP. Они также не могут заключать с торговыми точками договоры на обслуживание деноминированных в юанях карт и внедрять инновационные карточные продукты, если те используют в качестве платформы независимую сеть/бренд. Платежные карты в иностранной валюте и карты, выпущенные в порядке совместного брендинга с глобальными системами, постепенно эволюционировали в то, что сегодня называется «двухбрендовыми/двухвалютными» картами. Держатели таких карт имеют возможность осуществлять платежи на платформе CUP на территории КНР, а за пределами страны использовать инфраструктуру глобальных сетей. При этом в Китае появились новаторские нефинансовые компании, такие, как Alipay, TenPay и San De, которые нашли возможность вести бизнес в сфере электронных платежей вне рамок какого бы то ни было регулирования и в результате росли быстрее, чем платежные системы банков, вынужденных опираться на CUP.

Доводы, приводимые в обоснование защиты внутренней монополии

Основные доводы, приводившиеся китайскими регуляторами в защиту внутренней монополии, сводятся к следующему: (1) необходимо взрастить сильного национального участника рынка до того, как будет допущена открытая конкуренция, (2) необходимо соблюсти интересы государственной безопасности и обеспечить сохранность личных данных владельцев карт, (3) необходимо не допустить колебаний курса национальной валюты и истощения валютных резервов страны. Стоит заметить, однако, что все эти цели могут быть достигнуты и в конкурентной среде, которая кроме того будет содействовать росту инноваций и увеличению разнообразия предлагаемых продуктов.

Поддержка сильного отечественного участника рынка

Ограждение СUP от конкурентов, возможно, и отвечает краткосрочным интересам компании, однако основы экономической теории и собственный опыт КНР, открывшей для конкуренции многие отрасли экономики, доказывают, что именно конкуренция на рынке является двигателем экономического роста. Следуя той же логике, можно предположить, что СUP сама выиграла бы в долгосрочной перспективе от развития конкуренции в сфере платежей за счет ускорения инноваций и расширения ассортимента продуктов. Опыт показывает, что оказавшиеся вне рамок государственного регулирования небанковские участники рынка, такие, как Alipay, достигли огромных успехов в сфере электронной коммерции благодаря своей способности к инновациям и необходимости вести конкурентную борьбу с другими участниками рынка. Банкам же в этой области не удалось достичь заметных результатов, поскольку СUP не смогла предложить платформу, которая позволила бы карточным сетям принять вызов конкурентов. Непрерывное развитие инноваций будет иметь критическое значение для СUP по мере того, как она выходит на зарубежные рынки и пытается конкурировать не только внутри страны, но и за ее пределами.

Кроме этого, усиление конкуренции, которое неизбежно произойдет при полноценном выходе на китайский рынок международных платежных систем с пятидесятилетним опытом работы и накопленными за это время ресурсами, подстегнет развитие всего сектора в целом. На других, более конкурентных рынках уже внедрены многие передовые правила и технологии – такие, как дополнительные системы защиты от мошенничества, более строгий регламент проведения операций для всех участников, системы повышенной гибкости, позволяющие избежать сбоев в обслуживании даже в случае отказа техники – которые в КНР еще полностью не освоены.

Таким образом, открытие китайского рынка для конкурентов повлекло бы за собой целый ряд конкретных положительных изменений, среди которых:

- Более широкая гамма предлагаемых потребителю продуктов в сфере электронных платежей будет стимулировать внутреннее потребление и уменьшит зависимость китайской экономики от экспорта и прямых иностранных инвестиций;
- Конкуренция в сфере электронных платежей будет выгодна китайским банкам, которые смогут выбирать между различными сетями, снижая свои издержки и повышая качество услуг. Банки, планирующие международную экспансию, также выиграют от унификации своих платежных продуктов на базе единой глобальной платформы обработки электронных платежей;
- Приход в отрасль большого числа инвесторов подтолкнет развитие инфраструктуры приема карт, являющейся необходимым условием развития всей системы розничной торговли и реализации стратегической линии китайского правительства на увеличение внутреннего потребления;
- Освобождение от монопольной зависимости в сфере электронных платежей также повысит уровень защищенности компаний от технологических сбоев и общих рисков, связанных с финансовой системой Китая, и в конечном итоге сделает китайскую индустрию платежей более безопасной и устойчивой.

Поддержание курса национальной валюты и резервов

Оставляя в стороне дискуссию об оценке последствий относительно жесткой валютной политики КНР, хотелось бы заметить, что допуск ведущих игроков глобального рынка электронных платежей к обслуживанию клиентов в Китае не будет иметь на нее никакого влияния, а также не помешает достижению правительством целей своей монетарной политики. Системы электронных платежей, такие, как Visa и MasterCard (и в данном случае CUP), всего лишь обеспечивают перевод средств из одного банка в другой. Поскольку иностранным банкам уже разрешено работать в Китае, допуск глобальных игроков на его внутренний рынок электронных платежей не несет никакого дополнительного риска. Наконец, опасения по поводу вывода из страны больших объемов валютных резервов можно легко рассеять, введя нормы, по которым резервы должны будут находиться на территории КНР.

Китай: уроки регулирования

Как уже отмечалось выше, рынок банковских карт КНР прошел с момента своего зарождения огромный путь. Несмотря на значительный рост, он, тем не менее, оказался не в состоянии предложить заинтересованным сторонам те выгоды, которыми могут похвастать более конкурентные рынки. Наконец, озабоченности китайских властей, которыми до сих пор оправдывается сохранение внутренней монополии CUP, могут быть

сняты посредством применения более избирательных методов регулирования, которые при этом будут стимулировать конкуренцию и инновации в интересах всех заинтересованных сторон.

Опыт Австралии

В 2003 году Резервный банк Австралии (РБА) пошел по пути ценового регулирования в сфере электронных платежей. Это решение повлекло за собой множество непредвиденных последствий, в большой степени скомпрометировавших заявленные властями цели стимулирования конкуренции и улучшения положения потребителей. Опыт Австралии стал наглядной иллюстрацией того, какими отрицательными последствиям чреват переход от рыночного ценообразования к государственному.

Австралийская схема регулирования

Проведя соответствующие исследования и выявив некоторые, как ему представлялось, неэффективно функционировавшие элементы в системе электронных платежей, РБА решил исправить положение с помощью пакета нормативных актов, которые вступили в силу в конце 2003 года. Основным вектором государственного вмешательства стало регулирование тарифов с целью снижения «межбанковской комиссии», выплачиваемой при каждой транзакции банком, обслуживающим торговую точку, банку, выпустившему карту для покрытия более высоких издержек последнего. Ожидалось, что уменьшение межбанковской комиссии будет иметь положительный эффект для потребителей. РБА полагал, что комиссии, выплачиваемые продавцами, снизятся, а сэкономленные суммы в конце концов переключатся в карманы покупателей благодаря снижению розничных цен. Кроме того РБА считал, что банки-эмитенты постараются восполнить выпадающие доходы за счет повышения комиссий, что в свою очередь подтолкнет потребителей меньше пользоваться кредитными картами и больше дебетовыми.

РБА также отменил «запрет на дополнительный сбор» для торговых предприятий (тем самым дав последним возможность взимать с потребителей плату за использование платежных карт) и потребовал обеспечить расширенный доступ к системам для эмитентов. РБА таким образом намеревался стимулировать более широкое использование дебетовых карт и открытие рынка для новых участников.

Последствия вмешательства

Более чем пятилетний опыт государственного регулирования показал, что РБА не удалось достичь большинства из поставленных задач, в других случаях их достижение

сопровождалось незапланированными отрицательными последствиями.⁸ Вопреки ожиданиям государственное вмешательство не только не увеличило, но и уменьшило привлекательность электронных платежей для потребителей, обернулось для них дополнительными расходами, а также ослабило стимулы для инноваций и выхода на рынок новых эмитентов.

Во-первых, ограничение межбанковских комиссий привело к повышению цен и уменьшению бонусов для владельцев карт. Чтобы компенсировать выпадающие доходы, эмитенты повысили комиссии для владельцев карт (такие, как годовая комиссия и комиссия за обслуживание) и понизили предоставляемые им льготы (как, например, бонусные баллы). По одной из оценок, на повышении затрат и ограничении бонусных программ австралийские держатели банковских карт ежегодно теряли 480 млн австралийских долларов.⁹ При этом не было отмечено никакого снижения розничных цен, и потребители платили за товары столько же, сколько и раньше (независимо от того, какой способ платежа они выбирали), не говоря уже о таком снижении, которое могло бы компенсировать возросшие издержки и урезанные бонусы. Сам РБА признал, что «Управляющему совету не было представлено никаких конкретных доказательств того, что потребители оказались в выигрыше от снижения межбанковской комиссии»¹⁰.

Помимо этого, торговые предприятия, воспользовавшиеся отменой запрета на дополнительный сбор, начали устанавливать размер этого сбора без всякой корреляции со своими затратами, демонстрируя чисто оппортунистический подход к взиманию дополнительной платы с клиентов. По свидетельству РБА, в отдельных случаях «есть ощущение, что дополнительные сборы, взимаемые с покупателей, существенно превышают»¹¹ размер комиссий, уплачиваемых торговыми точками.

Во-вторых, регулирование платежной сети Visa в Австралии нанесло ущерб конкуренции в сфере электронных платежей, где сети лишились части своих возможностей по стимулированию инвестиционной активности эмитентов и эквайеров для поддержания высокого уровня инноваций и качества услуг в отрасли. По той же причине у компаний, уже вовлеченных в процесс инвестирования, сократились ресурсы

⁸ Подробное рассмотрение результатов см. в следующих работах: Ховард Чанг, Дэвид С. Эванс и Дэниэл Д. Гарсия Шварц, «Последствия вмешательства регулирующих органов на двусторонних рынках: оценка ограничения банковской комиссии в Австралии», 4 Rev. Network Economics 328 (2005); CRA International, «Регулирующее вмешательство Резервного банка Австралии в деятельность индустрии платежных карт: анализ доказательств» (апрель 2008 г.).

⁹ См. Роберт Стиллман и др., «Регулирующее вмешательство Резервного банка Австралии в деятельность индустрии платежных карт: анализ доказательств» 13 (28.04.2008), имеется на сайте http://www.crai.com/ecp/assets/Regulatory_Intervention.pdf.

¹⁰ Совет по платежным системам, «Предварительные выводы анализа за 2007/08 г.»; «Реформа платежной системы Австралии» (апрель 2008 г.) стр. 23

¹¹ Совет по платежным системам, «Выводы анализа за 2007/08 г.»; «Реформа платежной системы Австралии» (сентябрь 2008 г.) стр. 18

для разработки новых продуктов и технологий, позволяющих ускорить проведение транзакций и повысить безопасность систем.¹²

Последнее – снизилась привлекательность прихода на австралийский рынок электронных платежей для финансовых институтов, способных выполнять функции эмитентов или эквайеров. Статистика показывает, что с момента вступления в силу новых правил на рынке не появилось ни одного заметного нового участника, а имевшая место распродажа портфелей со стороны менее крупных эмитентов может быть, по крайней мере частично, объяснена сокращением дохода от межбанковских комиссий, а также, хоть и в меньшей степени, общей неопределенностью, порождаемой непрекращающейся «донастройкой» новой системы регулирования.

Австралия: уроки регулирования

Эксперимент, проведенный властями Австралии, в области регулирования системы розничных платежей, в частности, ограничения размера межбанковских комиссий, которые ранее устанавливались частными компаниями, демонстрирует, какие опасности таят в себе попытки регулирования в данной сфере. РБА выполнил анализ состояния платежной системы до введения регулирования, установил, что в системе имеются недостатки, определил способы их устранения и спрогнозировал вероятные последствия регулирования. Однако реальные результаты его действий разошлись с прогнозами и, как представляется, привели к ослаблению конкуренции и усилили неэффективность системы. Австралийский опыт показывает, что регулирование целесообразнее ориентировать на поддержку прозрачности и конкуренции внутри системы, между частными компаниями, чем на установления конкретных параметров функционирования всей системы платежей.

Регулятивные практики в Европейском Союзе

С начала 2000-х годов Европейский Союз предпринял ряд шагов по интеграции европейской экономики и созданию Внутреннего рынка платежей. Ключевым элементом этой работы стала гармонизация системы платежей во всех государствах–членах ЕС. Для этого в рамках европейской банковской системы в 2002 году была сформирована Единая зона платежей в евро («ЕЗПЕ») – набор правил, стандартов и программ, призванных «сделать проведение всех типов электронных платежей в границах зоны евро – т.е. с

¹² Фактически инновации в Австралии были задушены. CRA International по результатам бесед с представителями австралийских эмитентов сообщала: «Представители каждого из банков Австралии, с которыми мы беседовали, говорили нам о том, что вмешательство значительно затруднило подготовку технико-экономического обоснования для инвестиций, связанных с четырехсторонними картами. Банки приводили внедрение EMV/Chip и ПИН-кодов и предоставление предоплаченных карт коммерческим клиентам в качестве примеров проектов, на которых отрицательно сказалось вмешательство РБА». См. Стиллман, *выше*, прим. 11, стр. 13.

применением кредитных карт, дебетовых карт, банковских переводов и путем прямого списания – не более сложным, чем транзакции, проводящиеся сегодня в пределах одной страны», а также обеспечить поддержку и продвижение систем электронных платежей по всей Европе.¹³ В 2007 году Европейский парламент и государства-члены приняли Директиву о платежных услугах («ДПУ») с целью гармонизировать правила, регулирующие работу платежных систем в различных государствах-членах, позволяя компаниям, предоставляющим услуги в этой сфере, эффективнее функционировать на всей территории ЕС и обеспечивая общую правовую базу для ЕЗПЕ и Внутреннего рынка платежей. Реализация директивы натолкнулась на множество проблем, о которых будет рассказано далее.

Усилия по реализации директивы

Среди целей, достижению которых должно было способствовать введение Внутреннего рынка платежей и ЕЗПЕ, фигурируют многие общепризнанные принципы организации эффективных и надежных платежных систем, включая поощрение конкуренции, стимулирование более широкого использования электронных платежей, устранение барьеров для входа на рынок новых игроков, улучшение условий доступа к системе, повышение ее безопасности, а также мониторинг реализации программы. Но реализация программы и внедрение системы шли медленно, и на сегодняшний день в рамках ЕЗПЕ проводится лишь небольшое число транзакций. Даже Европейский центральный банк («ЕЦБ») отметил, что «участники рынка теряют мотивацию к реализации проекта», а настроения по поводу многих программ ЕЗПЕ на сегодняшнем подготовительном этапе «окрасились в минорные тона».¹⁴ ЕЦБ также пришел к выводу, что «наличествующая неопределенность по многим вопросам может помешать своевременному запуску и успешному началу функционирования» очередной программы ЕЗПЕ.¹⁵ Отставание по срокам, разочарование в проекте и относительно низкий эффект от введения программ ЕЗПЕ показывают, что попытки заставить рынок функционировать по заданной траектории не есть лучший и наиболее короткий путь к эффективности или модернизации.

В рамках общих интеграционных усилий и с целью восполнить, как считалось, недостаток конкуренции в отрасли Европейский Союз также добивался создания новых платежных систем. В 2007 году Европейский центральный банк еще не сформировал четкого представления о том, какая схема в данном случае предпочтительнее, указав

¹³ http://ec.europa.eu/internal_market/payments/sepa/index_en.htm.

¹⁴ Шестой промежуточный отчет о формировании Единой зоны платежей в евро, Европейский центральный банк (ноябрь 2008 г.) стр. 5.

¹⁵ Там же, стр. 6.

лишь, что «основой для нее могла бы быть абсолютно новая система, либо альянс между существующими национальными системами, либо расширение какой-то из существующих национальных систем».¹⁶ ЕЦБ настоятельно рекомендует не откладывать с организацией такой системы, считает ее появление в конечном счете неизбежным и заявляет, что банки «приглашаются» к участию в работе по созданию «дополнительной европейской системы дебетовых карт, эквивалентной тем, которые были созданы в США, Японии или Китае [...]»¹⁷

В запланированных Европейским платежным советом схемах фигурировали программы «кредитового перевода в рамках ЕЗПЕ» и «прямого списания в рамках ЕЗПЕ», но отнюдь не создание новой или отдельной системы дебетовых карт ЕЗПЕ. Европейский банковский сектор и регулирующие органы потратили значительное количество времени, усилий и финансовых средств на то, чтобы реализовать инициативу ЕЦБ по созданию таких новых общеевропейских платежных систем. Однако многие из систем еще не введены в действие, а те реформы, которые были реализованы, не дали ожидаемых результатов. В техническом смысле ЕЗПЕ появилась на свет в январе 2008 года с запуском программы кредитовых переводов в 31 стране ЕЗПЕ. Хотя большинство автоматизированных клиринговых палат, обрабатывавших кредитовые переводы в евро, были технически совместимы со стандартами кредитовых переводов в рамках ЕЗПЕ, лишь 1,5% всех переводов проводилось с использованием новой системы.¹⁸ ЕЦБ также заявил, что для достижения целей ЕЗПЕ по развитию конкуренции и повышению эффективности потребуется появление по крайней мере еще одной карточной системы.

Программа прямого списания в рамках ЕЗПЕ должна быть реализована 1 ноября 2009 года,¹⁹ однако она уже столкнулась с противодействием со стороны, в частности, немецких банков, а также малых и средних конечных пользователей.²⁰ В настоящее время ведутся дискуссии о том, нужно ли вводить обязательный крайний срок перехода на ЕЗПЕ.

Европа: уроки регулирования

Ключевые проблемы европейской интеграции являются уникальными для этого континента. Однако проблемы, на которые наталкиваются попытки создания кредитных и

¹⁶ См., например, «Единая зона платежей в евро (ЕЗПЕ): от концепции к реальности, пятый промежуточный отчет», Европейский центральный банк (июль 2007 г.), стр. 11.

¹⁷ См. практические примеры №1 и №2 в данном отчете в части рассмотрения относительной успешности таких усилий в США и Китае.

¹⁸ Шестой промежуточный отчет по ЕЗПЕ, стр. 5, 13.

¹⁹ См. Постановление Европейской Комиссии № 2560/2001.

²⁰ См. «Резюме позиции Европейской ассоциации ремесленников, малых и средних предприятий по ЕЗПЕ» (23 марта 2009 г.).

дебетовых платежных систем, характерны для всех начинаний подобного рода. Visa считает, что наиболее эффективный и действенный подход состоит в концентрации усилий на разработке прозрачной, согласованной политики регулирования, способствующей активной конкуренции в частном секторе, а не попытках в приказном порядке добиваться появления новых платежных систем, создавая при этом потенциально неравные правила игры.

Из приведенных выше практических примеров можно сделать несколько конкретных выводов:

1) *Попытки властей в разных странах мира создать с нуля или ввести в приказном порядке национальные платежные системы с приданием им государственных преференций или привилегированного положения имели ограниченный успех и невысокую эффективность.* Федеральная резервная система позиционировала АКП как средство замены бумажных чеков с момента ее создания в начале 1970-х годов. Однако, несмотря на ее относительный успех в качестве механизма платежей между юридическими лицами, АКП не смогла завоевать популярность у потребителей и предприятий торговли. Аналогичным образом Европейский центральный банк несколько лет продвигает идею новой общеевропейской системы «прямого списания», но пока это начинание не получило серьезной поддержки и наталкивается, наоборот, на мощное противодействие. Даже в КНР, где монополия CUP защищена государством, успех системы стал возможен лишь благодаря массивным государственным вливаниям. Предлагаемые CUP продукты отстают от предложений других международных и национальных платежных систем, а китайские банки могут только сожалеть, что CUP ограничивает их возможности по предложению потребителям полноценного спектра продуктов, доступного на других рынках. Эти примеры отражают реальность проблем, с которыми сталкиваются регулирующие органы при попытке создать или в приказном порядке ввести ту или иную конкретную схему организации розничных платежей.²¹ Опыт спонсируемых государством систем также свидетельствует о том, что они требуют серьезных капиталовложений и ложатся тяжелым бременем на бюджет. Платежные же системы, появившиеся на свет благодаря частной инициативе и управляемые частными компаниями, в большинстве случаев завоевали доверие

²¹ Аналогичный опыт Индии, Совета по сотрудничеству стран Персидского залива и Австралии также показывает, насколько трудно создать систему розничных платежей, регулируемую государством, которая бы успешно удовлетворяла нужды конечных потребителей. В Индии за последнее десятилетие обсуждались различные предложения по созданию национальной платежной системы IndiaPay, но прогресс до сих пор не достигнут. Аналогичным образом в течение последних 20 лет страны-члены Совета по сотрудничеству стран Персидского залива пытаются создать региональную платежную систему, также пока безрезультатно. Наконец, недавнее предложение Резервного банка Австралии о реанимации австралийскими банками неработоспособной дебетовой системы EFTPOS натолкнулось на значительное сопротивление.

потребителей и торговых предприятий и смогли заменить наличные деньги и чеки для осуществления транзакций.

2) ***Прямое регулирование тарифов платежных систем и правил работы сетей редко приводит к желаемым результатам и в конечном итоге может иметь негативный эффект для потребителей, торговых предприятий и банков.*** Пример Австралии с предельной наглядностью демонстрирует трудности, с которыми могут столкнуться регулирующие органы в попытке добиться заранее определенных результатов с помощью прямого вмешательства. Данные, собранные по результатам более чем пяти лет регулирования, показывают, что цели, поставленные центральным банком, либо не были достигнуты, либо привели к нежелательным последствиям, таким, как уменьшение рентабельности менее крупных финансовых учреждений или повышение издержек потребителей.

3) ***Центральные банки добиваются наибольшего успеха в стимулировании роста и переходе розничной торговли на электронные платежи, если фокусируют свои усилия на следующих трех основных функциях:***

- a. ***Упрощение межбанковских платежей:*** Несмотря на то, что система АКП в США и не смогла завоевать популярность у потребителей и торговых предприятий, она оказалась относительно успешным средством осуществления крупных платежей между банками и между компаниями. Аналогичным образом Европейскому союзу удалось построить успешную интегрированную платформу для крупных трансграничных платежей, которая в настоящее время эффективно обслуживает межбанковские переводы по всей зоне евро.
- b. ***Выстраивание нормативной базы с акцентом на защиту потребителя:*** США являются примером весьма взвешенного регулирования, ориентированного на защиту интересов потребителя. Не предпринимая попыток создать конкретные платежные продукты под предлогом того, что они максимально соответствуют интересам потребителей, и не пытаясь прямо контролировать работу электронных платежных сетей, американские власти тем не менее сформировали нормативную базу, которая обеспечивает достойную защиту интересов потребителей благодаря прозрачности условий проведения платежей и высокому уровню безопасности конкретных платежных операций.
- c. ***Надзор за общей надежностью и безопасностью финансового сектора:*** Главной обязанностью любого центрального банка является обеспечение устойчивости валюты своей страны и финансового сектора в целом. Очевидно, что эта функция не может быть реализована вне связи с эффективно функционирующей системой

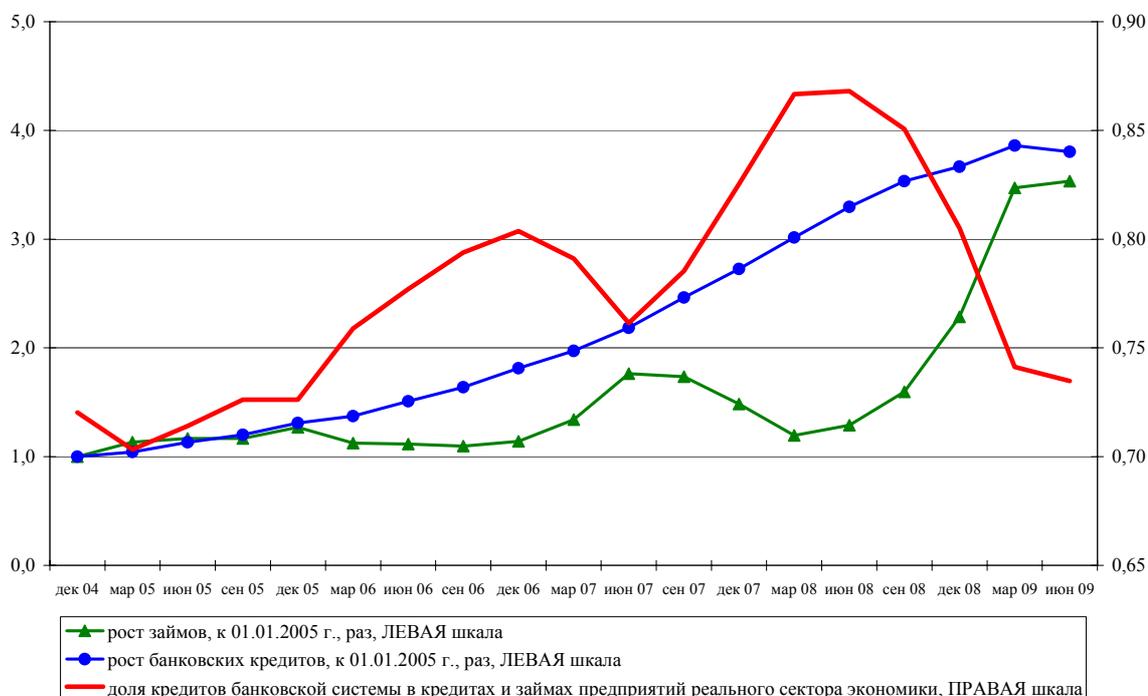
розничных платежей. Именно сочетание государственного надзора и конкуренции между частными компаниями в сфере платежей способствует росту объема платежей и стимулирует инновации.

Россия в значительной мере уже обладает разветвленной, безопасной и надежной системой розничных платежей. Центральный банк, к примеру, имеет в своем распоряжении систему проводки крупных платежей, которая является инфраструктурной основой для систем розничных платежей в стране. Кроме того, российский сектор розничных платежей является одним из самых конкурентных в мире – в настоящее время в стране активно действуют более сорока платежных систем. Несомненно, многие из них невелики по размерам или имеют региональный характер, но в комбинации с несколькими национальными и международными системами они предоставляют российским потребителям и торговым предприятиям широкий выбор различных вариантов организации своих платежей. Стимулирование дальнейшей активной конкуренции между этими системами в конечном счете принесет пользу всем заинтересованным сторонам.

Спрос нефинансового сектора на банковские кредиты

На протяжении 2005–2008 гг. происходило заметное усиление роли кредитных организаций в финансировании деятельности предприятий экономики России. Объем кредитов, выданных банками предприятиям реального сектора экономики, составил на конец 2008 г. 11,8 трлн. руб. (в 3,7 раза больше, чем четырем годами ранее). При этом если на 1 января 2005 г. доля банковского кредита в объеме всех кредитов и займов предприятий реального сектора составляла 72% , то во втором – третьем квартале 2008 г. она превышала 85%.

Рисунок 3–1. Кредиты и займы предприятий реального сектора экономики, на конец месяца

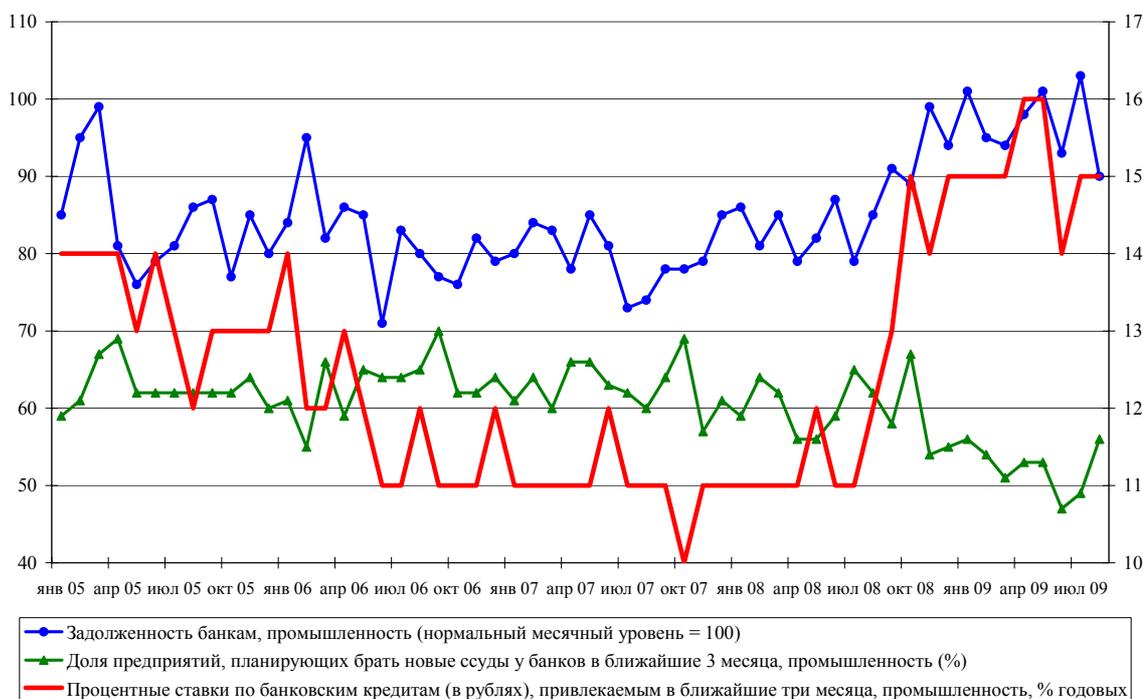


Источник: Росстат, ЦБР.

В условиях кризиса из-за необходимости финансирования уже открытых инвестиционных проектов и обязательных текущих расходов, кредитные заимствования реального сектора экономики увеличивались уже за счет альтернативных источников, займов нефинансовых организаций. Объем таких кредитных заимствований увеличился в 2,7 раза (01.07.2008 – 01.07.2009) при росте за тот же период банковских кредитов всего в 1,15 раза. Торможение банковского кредитования реального сектора происходило при заметном росте процентных ставок и повышении требований банков к потенциальным заемщикам. Характеризуя взаимоотношения с кредитными организациями, предприятия

промышленности, в частности, отмечали, что на протяжении июня 2006 г. – июня 2008 г. ориентировочная ставка привлечения ими кредитов составляла около 11% годовых. Примерно 60% предприятий рассматривали как весьма вероятную возможность в ближайшие три месяца привлечь новые кредиты, и потребность в них оценивали примерно как четверть уже привлеченных кредитов. При этом с точки зрения предприятий, на протяжении всего рассматриваемого периода, даже с учетом снижения процентных ставок, условия получения банковского кредита не улучшались. Даже в условиях относительно недорогих кредитных ресурсов кредитные организации сохраняли не только систему приоритетов при кредитовании предприятий, но и саму модель. Отсутствовали изменения в целевом назначении кредитных ресурсов, по-прежнему была ограничена возможность их использования для долгосрочных инвестиционных проектах.

Рисунок 3–2. Потребность предприятий промышленности в кредитных ресурсах



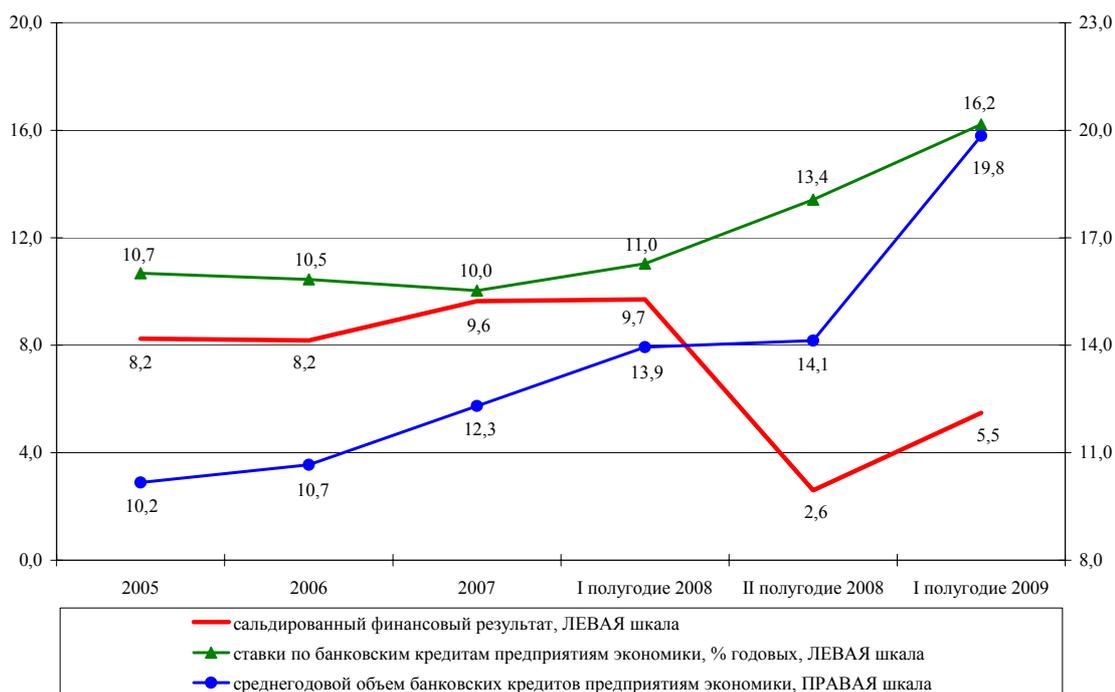
Источник: РЭБ.

В кризис произошло ухудшение параметров банковского кредита и резкое усложнение процедуры его получения, что обусловило снижение спроса предприятий на предлагаемые кредиты. Так, согласно опросам Российского экономического барометра, начиная с октября 2008 г. потребность в новых банковских кредитах не превышала 10% от уже полученных, а доля предприятий, рассматривающих как возможное привлечение новых кредитов, снизилась до 50%. При этом, с учетом резкого сокращения спроса на подорожавшие кредитные ресурсы, речь идет о преимущественном рефинансировании задолженности по банковским кредитам, а не о наращивании объемов.

Принципиальной характеристикой задолженности предприятий экономики по банковским кредитам и самого понятия дефицита или, напротив, избытка кредитных ресурсов, является существующий разрыв в параметрах запрашиваемых предприятиями и предлагаемых банковской системой кредитов. Для целей модернизации производства предприятиям необходимы долгосрочные и умеренно дорогие ресурсы, тогда как основной объем предложения ресурсов банковской системой – это достаточно короткие и дорогие кредиты. Однако даже такие кредиты нередко использовались предприятиями для инвестиционных целей, поскольку позволяли временно замещать в обороте собственные ресурсы, которые непосредственно направлялись на модернизационные проекты.

Такую вынужденную и рискованную модель финансирования инвестиционной деятельности обусловила эйфория, порожденная ростом экономики на спросе, поддерживаемом нефтедолларами и внешними займами. В результате, в 2006 – 2009 гг. банковские кредиты предприятий реального сектора экономики росли быстрее, чем увеличивался оборот. Если в 2005 г. масштаб среднего за год объема банковских кредитов составлял порядка 10% (36,6 дней) оборота предприятий, то на финальной стадии форсированного роста экономики в первом полугодии 2008 г. – уже около 14% (50,2 дней) оборота. В период острой фазы экономического кризиса, в первом полугодии 2009 г., данный показатель составил почти 20% (71,4 дней) оборота.

Рисунок 3–3. Средний за период объем банковских кредитов и сальдированный результат, к обороту предприятий экономики, и ставки по банковским кредитам предприятиям, %



Источник: Росстат, ЦБР.

Для оценки спроса на кредитные ресурсы со стороны предприятий необходимо ответить на два принципиальных вопроса. Во-первых, какие основные факторы определяли спрос в докризисный период? Во-вторых, какие перспективы роста этой задолженности в посткризисный период, когда фактическая кредитная нагрузка на оборот уже вдвое превышает уровень до начала роста экономики на перегреве (10,2% в 2005 г. и 19,8% в первой половине 2009 г.)?

Первое, существенным фактором, определявшим объем спроса предприятий реального сектора экономики на банковский кредит, является величина процентных ставок. Значимость этого фактора обусловлена низкой и неравномерной в отраслевом разрезе рентабельностью российской экономики. Факторами, тормозящими увеличение банковского кредитования реального сектора, являются

- низкая рентабельность большинства видов экономической деятельности, которая существенным образом снижает способность предприятий обслуживать дорогие кредитные ресурсы,
- недостаточная, по мнению банков, надежность потенциальных заемщиков, которая с развитием экономического кризиса и ростом неопределенности их производственных и финансовых перспектив делает еще более рискованным предоставление кредитных ресурсов,
- системный и увеличивающийся разрыв в параметрах необходимых экономике и предлагаемых банками кредитных ресурсов. Для реального повышения конкурентоспособности предприятий, которое бы обеспечило в итоге их большую надежность как заемщиков, им необходимы долгосрочные и умеренно дорогие ресурсы для модернизационных проектов. Высокие текущие риски кредитования, высокий уровень инфляции, дорогие (и краткосрочные) пассивы банков определяют их стратегию преимущественного предоставления средне- и краткосрочных кредитов.

С точки зрения стоимости кредитных ресурсов, серьезным препятствием для предоставления кредитов с необходимыми реальному сектору параметрами является высокий уровень инфляции. Он автоматически поднимает уровень процентных ставок по кредитам и делает их слишком дорогими для долгосрочных вложений. Проблема заключается в сохранении системных источников ее высокого фона, а именно: высоких темпах роста тарифов на продукцию естественных монополий (электроэнергия, газ, железнодорожные грузоперевозки) и высоких административных барьерах, препятствующих развитию конкуренции на российском рынке. Поэтому высокая инфляция (или риски ее ускорения по мере увеличения спроса) будет сохраняться вплоть

до разработки и проведения действительно эффективной политики по улучшению бизнес-климата и повышению конкуренции на российском рынке.

При этом исключительно за счет собственных ресурсов предприятия большинства видов экономической деятельности не могут выйти на более высокий уровень конкурентоспособности (по производственным и финансовым показателям), который бы сделал их качественно более привлекательными для банков в качестве заемщиков. В связи с низкой рентабельностью для перехода на этот уровень (в результате модернизации и улучшения рыночных позиций) у предприятий отсутствуют собственные ресурсы в необходимом для этого объеме.

Оправданная политика снижения рисков, проводимая кредитными организациями, означает для реального сектора либо дальнейшее отставание в конкуренции на российском и мировом рынках, либо осознанную реализацию крайне рискованной тактики финансирования средне- и долгосрочных проектов за счет средне- и краткосрочных кредитных ресурсов. Такая тактика делает предприятия исключительно уязвимыми в связи с текущими рыночными и финансовыми рисками.

Исходя из ограничений, следующих из банковской политики управления рисками, направлениями решения проблемы финансирования действительно необходимой модернизации российской экономики являются:

1. эффективные меры по снижению инфляции за счет продуманной политики повышения тарифов на продукцию естественных монополий и радикальному улучшению бизнес-климата;
2. разработка и реализация программ кредитования инвестиционных программ предприятий реального сектора экономики с использованием недорогих государственных ресурсов, по приемлемым для предприятий ставкам.

Второе, ключевым является вопрос о структуре спроса реального сектора экономики на кредитные ресурсы в ситуации их приемлемой стоимости (приемлемой относительно уровня рентабельности) и наличия позитивных ожиданий относительно перспектив дальнейшего роста экономики.

Принципиальной особенностью структуры спроса на банковский кредит со стороны предприятий различных видов экономической деятельности является тот факт, что в условиях высокого спроса и более высокой рентабельности значительная группа предприятий предъявляют относительно меньший спрос на кредитные ресурсы. Это вызвано ростом обеспеченности собственными ресурсами, и, следовательно, большей требовательностью в отношении параметров предлагаемых им кредитных ресурсов. Напротив, в условиях роста спроса другая, также значительная, группа предприятий по-

прежнему характеризуется невысоким уровнем рентабельности, обеспеченности собственными ресурсами и поэтому испытывают высокую потребность в кредитах.

Таким образом, фактическим опытом и очевидной перспективой структуры спроса предприятий реального сектора на кредиты в период роста экономики является разделение на:

- осознанное самоограничение в увеличении кредитных заимствований в условиях предлагаемых параметров кредитных ресурсов – в связи с улучшением финансового положения, либо
- вынужденный дефицит кредитных заимствований в силу невозможности обслуживать кредиты, несмотря на увеличивающуюся потребность в них, а также из-за недостаточной привлекательности заемщика для кредиторов.

При этом к первой группе относятся предприятия, *наиболее привлекательные* для банков в качестве заемщиков, а наиболее активный спрос на кредиты предъявляют предприятия, относительно *менее интересные* банкам в этом качестве. Следствием этого является, со стороны банков, проблема отсутствия качественных заемщиков, со стороны реального сектора, – дефицит кредитных ресурсов.

Исходя из опыта 2006–2007 гг. разделение видов экономической деятельности по признаку их подхода к привлечению кредитных ресурсов выглядело следующим образом:

- виды экономической деятельности, обеспеченные собственными ресурсами в достаточной степени для того, чтобы снизить спрос на кредиты с предлагаемыми параметрами, – добыча топливно-энергетических полезных ископаемых, производства конечного спроса, торговля и ремонт,
- виды деятельности, которые могли бы в большей степени увеличить объем кредитов, – производства инвестиционного спроса, строительство и производство и распределения электроэнергии, газа и горячей воды,
- центр, то есть, виды экономической деятельности, которые оценивали параметры предлагаемых кредитных ресурсов как приемлемые и одновременно являлись для банков заемщиками приемлемого уровня надежности. Они были готовы привлекать и активно привлекали кредиты и займы, – производства промежуточного спроса, связь, транспорт и сельское хозяйство.

Важно, что оценки нереализованного спроса реального сектора экономики на кредитные ресурсы базируются, главным образом, на сложившейся целевой структуре банковского кредитования реального сектора. Именно, на оправданной, исходя из политики управления банковскими рисками, практики кратко- и среднесрочного кредитования оборота, а *не долгосрочного кредитования инвестиционных проектов.*

В частности, кредиты российских банков с целевым инвестиционным назначением составляли в 2005–2008 гг. 16–21% от годового прироста задолженности предприятий по кредитам, при этом динамику этой доли можно оценивать как снижающуюся (с учетом заметной коррекции активности банков в кредитовании реального сектора в конце 2008 г.). То есть, *банковские кредиты, не имеющие прямого инвестиционного назначения, увеличиваются гораздо быстрее, чем растет сегмент кредитных ресурсов, которые направляются на инвестиции.*

Таблица 3–1. Соотношение объемов кредитов и займов предприятий реального сектора и инвестиций в основной капитал, профинансированных из этих источников

	2005	2006	2007	2008
Инвестиции предприятий реального сектора, профинансированные за счет кредитов и займов, млрд. руб.				
за счет кредитов российских банков	207,7	305,0	456,7	541,5
за счет заемных средств от других организаций	199,0	286,2	457,7	560,9
за счет кредитов и займов, всего	406,7	591,2	914,4	1102,4
Прирост кредитов и займов предприятий реального сектора, за год, млрд. руб.				
прирост кредитов, выданных российскими банками	989	1617	2931	3020
прирост займов	337	-163	430	997
прирост кредитов и займов, всего	1326	1454	3362	4017
Соотношение инвестиций, профинансированных из кредитов и займов, к приросту кредитов и займов, %				
инвестиции, профинансированные из кредитов росбанков, к приросту задолженности реального сектора по кредитам российских банков, %	21,0	18,9	15,6	17,9
инвестиции, профинансированные из займов от других организаций, к приросту задолженности реального сектора по займам, %	59		106	56
все инвестиции, профинансированные за счет кредитов и займов, к приросту задолженности реального сектора по кредитам и займам, %	30,7	40,7	27,2	27,4

Источник: Росстат, ЦБР.

В отличие от кредитов российских банков, займы, привлеченные предприятиями реального сектора от других организаций, направляются почти исключительно на инвестиционные цели. Наиболее иллюстративным является прямое сопоставление прироста соответствующей задолженности предприятий и объема инвестиций, профинансированных за счет нее. Так, при росте задолженности по кредитам от российских банков на 8,6 трлн. руб. за 2005 – 2008 гг., инвестиции в основной капитал, произведенные за счет таких кредитов составили 1,5 трлн. руб. Такой же масштаб у инвестиций, профинансированных за счет займов других организаций, однако задолженность предприятий по займам увеличилась всего на 1,6 трлн. руб.

Кредиты российских банков увеличивают свою значимость для предприятий как ресурс для финансирования их инвестиций в основной капитал, но крайне медленно. Если

в 2005 г. за их счет финансировалось 7,2% инвестиций экономики, то в 2007 – 2008 гг. – порядка 8,7%. Сопоставимые масштабы у инвестиций за счет займов других организаций, однако задолженность по ним предприятий кратно ниже.

Таблица 3–2. Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования, %

	2005	2006	2007	2008
Инвестиции, всего	100,0	100,0	100,0	100,0
Собственные средства	44,6	42,1	40,3	40,0
прибыль	20,3	19,9	19,4	18,6
амортизация	21,0	19,2	17,6	18,0
Привлеченные средства	55,4	57,9	59,7	60,0
кредиты банков	8,2	9,6	10,4	11,1
российских банков	7,2	8,0	8,8	8,6
иностраннных банков	1,0	1,6	1,7	2,4
заемные средства других организаций	5,9	6,0	7,1	6,5
бюджетные средства	20,1	20,2	21,4	21,0
средства внебюджетных фондов	0,5	0,5	0,5	0,3
прочие	20,6	21,7	20,2	21,1

Источник: Росстат.

Таким образом, объемы банковского кредитования инвестиционной активности предприятий находятся на весьма низком уровне и демонстрируют весьма слабую повышательную динамику. Более того, исходя из стоимости банковских пассивов, сохранения системных источников ускорения инфляции, а также проведения политики управления рисками, заметная активизация российской банковской системы в модернизации российской экономики маловероятна.

Вместе с тем, и в настоящее время, и в период начала роста экономики основной спрос реального сектора на кредитные ресурсы ориентирован на ресурсы, которые могут быть использованы для инвестиционных целей. Активизация банковского кредитования текущей производственной деятельности будет затруднена высоким уровнем процентных ставок, сокращением числа качественных заемщиков, а также высоким текущим уровнем обеспеченности предприятий кредитами (относительно фактических объемов выпуска). С учетом высокой стоимости текущих пассивов и неизбежного ускорения инфляции при оживлении спроса, решение задачи *целевого кредитования экономики*, которое бы предусматривало не воспроизведение текущих диспропорций, а формировало условия для действительного повышения конкурентоспособности и качества предприятий российской экономики как заемщиков, требует дополнительных, отличных от банковских кредитов, ресурсов.

Ретроспективный сценарный прогноз: сбалансированное развитие как альтернатива форсированному росту

Глобальный финансовый кризис обусловил разрастание кризиса в российской финансовой системе. В конце 2008 г. российское правительство было вынуждено прибегнуть к масштабному финансированию банковской системы и предприятий реального сектора с целью стабилизации ситуации – всего было выделено около 10% ВВП. Возникает вопрос, возможно ли было более подготовленно встретить мировой финансовый кризис – с точки зрения минимизации негативного воздействия и затраченных средств?

Основой для сопоставительного сценария развития российской экономики и ее финансовой сферы является предположение о сохранении тенденций развития 2003-2005 гг. В тот период происходило более сбалансированное развитие, основные характеристики которого представлены выше. Ключевыми же сценарными предпосылками выступают:

- отсутствие «перекредитованности» экономики – объем кредитов предприятиям и населению не превосходит депозиты нефинансового сектора в 2006-2007 гг.;
- российские предприятия и банки привлекают внешние займы в существенно меньших объемах, темпы роста российского частного внешнего долга значительно ниже, что могло быть достигнуто за счет регулятивных ограничений и административных воздействий на предприятия и банки, подконтрольные государству.

Основными вопросами при реализации ретроспективного прогноза выступают:

- насколько велики потери в темпах экономического роста при ограниченных внешних заимствованиях;
- насколько финансовая система оказывается более защищенной от воздействия внешних негативных шоков.

Основное отличие сбалансированного сценария от фактически наблюдавшихся тенденций состоит в существенно более низком объеме внешних займов, которые привлек нефинансовый сектор в 2006-2007 гг.. Так, чистый приток иностранного капитала в банковскую систему за два года снижен на 55 млрд. долл., в нефинансовый сектор – на 42,1 млрд. долл. Соответственно, за счет меньшего объема внешних кредитов сократились и текущие процентные платежи по ним – на 16,1 млрд. долл. В связи с общим снижением совокупного внутреннего спроса объем импорта сократился на 14,8 млрд. долл. за два года.

Таблица 4–1. Основные статьи платежного баланса РФ, фактические и рассчитанные по сбалансированному сценарию, млрд. долл.

	Факт			Сбалансированный сценарий		Факт - сценарий	
	2005	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Баланс товаров и услуг	104,5	125,5	111,1	131,8	119,6	-6,3	-8,5
Экспорт	268,8	334,7	393,8	334,7	393,8	0,0	0,0
Импорт	-164,3	-209,1	-282,7	-202,8	-274,2	-6,3	-8,5
Сальдо доходов по негосударственному сектору	-18,3	-33,1	-39,5	-30,3	-26,2	-2,8	-13,3
к получению	10,1	15,8	26,2	15,3	23,0	0,5	3,3
к выплате	-28,3	-48,9	-65,7	-45,5	-49,1	-3,3	-16,6
Финансовый счет ПБ	9,8	32,1	96,0	16,5	14,6	15,6	81,4
Банки	5,9	27,5	45,8	9,4	9,0	18,1	36,8
Обязательства	19,2	51,2	70,9	18,3	22,7	32,8	48,2
Активы	-13,4	-23,6	-25,1	-8,9	-13,7	-14,7	-11,4
Проч. Секторы	3,9	4,6	50,2	7,1	5,6	-2,5	44,6
Обязательства	52,5	52,2	144,7	54,6	60,0	-2,4	84,7
Активы	-48,6	-47,6	-94,4	-47,5	-54,4	-0,1	-40,0
Прирост МР РФ	-61,5	-107,5	-148,9	-100,9	-89,3	-8,7	-59,2

Источник: Банк России, расчеты АЛ «Веди».

В результате внешний частный долг на начало 2008 г. оказывается существенно ниже, нежели это было в действительности – лишь 251,5 против 417,2 млрд. долл. В рамках данного сценария удастся избежать «бума внешних займов», а более умеренный приток иностранного капитала распределяется между первичным размещением акций, выпуском еврооблигаций и привлечением синдицированных кредитов. Очевидно, что при более низком объеме внешних займов должно возрасти их качество, равно как и возможность, их обслуживания в будущем (менее проблемного, нежели во второй половине 2008 года). При этом объем международных резервов снижается незначительно по сравнению с фактом, что вполне естественно, поскольку сырьевой экспорт и его налогообложение остаются неизменными.

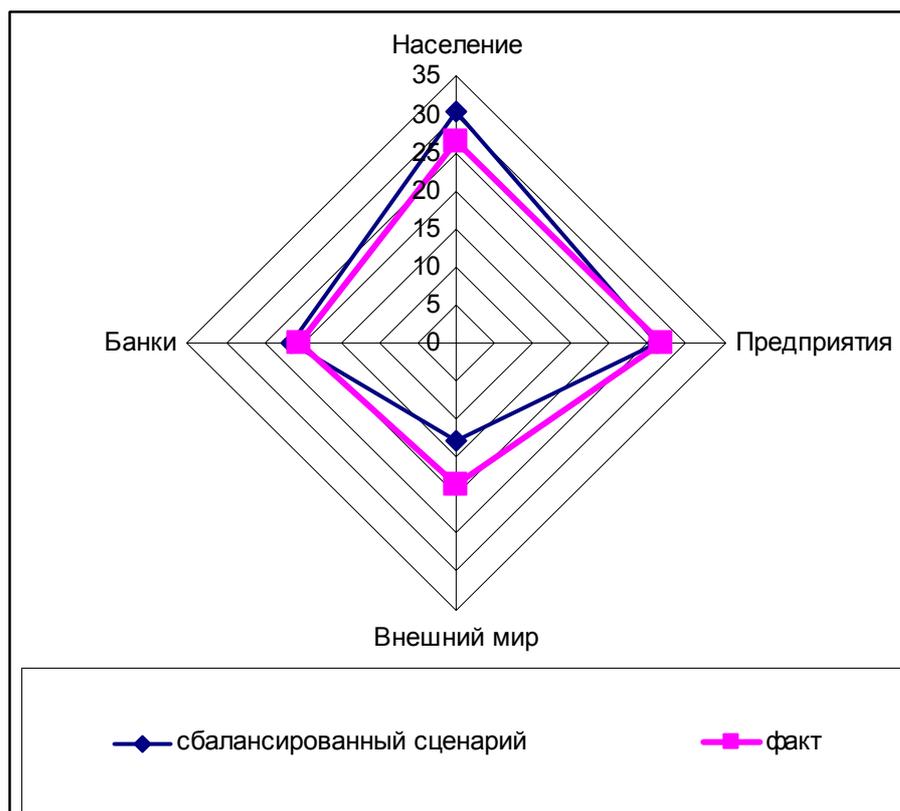
Таблица 4–2. Внешний долг и международные резервы РФ, млрд. долл.

	2005	2006	2007
Факт			
Внешний долг	175,1	261,9	417,2
Банки	50,1	101,2	163,7
Корпорации	125,0	160,7	253,5
МР РФ	182,2	303,7	476,4
Сбалансированный сценарий			
Внешний долг	175,1	229,1	251,5
Банки	50,1	68,4	82,7
Корпорации	125,0	160,7	168,8
МР РФ	182,2	295,1	408,5

Источник: Банк России, расчеты АЛ «Веди».

Соответственно, меняется структура привлеченных средств банковской системы – она становится более устойчивой и сбалансированной. Снижается доля иностранных пассивов – с опасных 18,5 до вполне устойчивых 12,7%. Доля депозитов населения, напротив, возрастает до 30% совокупных пассивов. Вклад предприятий несколько снижается за счет снижения активности корпораций на внешних рынках капитала.

Рисунок 4–1. Доли институциональных секторов в совокупных банковских пассивах, в %, на начало 2008 г.



Источник: Банк России, расчеты АЛ «Веди».

В данном сценарии мы оставили темпы роста доходов населения неизменными, а также не рассматривали изменение поведенческой модели потребления. Динамика депозитов предприятий оказалась ниже фактической на 8 и 15%. Примерно в тех же пропорциях сократились темпы роста кредитования предприятий. Кредиты населению были снижены более существенно. В результате если фактически к началу 2008 г. активы банковской системы достигли 58,8% ВВП, то в условиях сбалансированного сценария – лишь 51,5%.

Отдельно отметим динамику денежных показателей в рамках сбалансированного сценария. Темпы роста как широкой денежной базы, так и денежной массы М2 были ниже в 2006 г. и, что особенно важно, заметно ниже в 2007 году. Учитывая негативный внешний шок в 2007 году (связанный с подорожанием продовольственных товаров на

мировых рынках), данная динамика показателей денежного предложения существенно сокращала воздействие монетарной составляющей на ускорение роста цен.

Таблица 4–3. Основные показатели развития финансовой сферы РФ, темпы роста, %

	Факт			Сбалансированный сценарий		Факт - сценарий	
	2005	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Депозиты населения	35,17	36,35	35,01	36,41	34,95	-0,05	0,05
Депозиты предприятий	37,91	44,90	52,33	37,24	37,40	7,66	14,93
Кредиты населению	90,54	75,29	57,04	60,00	50,00	15,29	7,04
кредиты предприятиям	30,85	38,53	50,43	32,09	36,52	6,44	13,91
Рост широкой денежной базы	23,36	41,38	33,96	35,62	24,95	5,76	9,01
Рост М2	36,70	48,78	41,49	44,63	33,45	4,15	8,05
Банковские активы	36,00	43,69	44,22	34,46	34,88	9,23	9,34
Банковские активы, в % ВВП	43,32	50,26	58,84	47,03	51,49	3,23	7,34
Темпы роста ВВП	6,4	7,4	8,1	6,7	6,1	0,7	2,0

Источник: Банк России, расчеты АЛ «Веди».

Нетто-балансы основных институциональных агентов в рамках расчетов по сбалансированному сценарию меняются следующим образом. Несколько сокращаются собственные средства банковской системы – в силу снижения объемов наиболее доходных активов (и прибыли), а также некоторого снижения объемов первичных размещений (прежде всего – государственных банков). В силу снижения темпов роста кредитования нефинансового сектора (поскольку рассчитывался именно сбалансированный сценарий) уменьшилась нетто-задолженность предприятий банковскому сектору и возрос нетто-кредит населения банкам.

Отдельно отметим снижение нетто-задолженности Банка России. В рамках реализации сбалансированного сценария при неизменных параметрах бюджетной политики (сохранение профицита бюджета и уровней отчислений в Стабилизационный фонд) резко сужаются каналы денежного предложения в силу снижения прироста международных валютных резервов РФ. Банковская система испытывает дефицит ликвидности и для его ликвидации необходимо расширение рефинансирования со стороны ЦБР. Поэтому при сохранении, пусть и меньших, темпов роста широкой денежной базы Банк России увеличивает объемы рефинансирования банковской системы, что снижает его нетто-задолженность. Отметим, что расширение рефинансирования банковской системы в 2006-2007 гг. было бы вполне уместным в контексте проблем финансового кризиса 2008 г. Альтернативой рефинансированию могло бы выступить

расширение бюджетных расходов и снижение цены отсечения перечислений в Стабфонд, но это выступает выбором направления экономической политики.

Таблица 4–4. Нетто-балансы (пассивы минус активы) основных институциональных агентов в 2006-2007 гг.: фактические и в рамках расчетов сценария сбалансированного развития, млрд. руб.

	Факт			Сбалансированный сценарий		Факт - сценарий	
	2005	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Банки	748,1	892,9	1782,7	818,6	1456,0	74,3	326,7
Федеральное правительство	-504,9	-528,6	-564,2	-528,6	-564,2	0,0	0,0
Внебюджетные фонды	27,4	35,4	26,2	35,4	26,2	0,0	0,0
Регионы	6,1	64,1	29,3	64,1	29,3	0,0	0,0
ЦБР	-695,6	-1040,0	-1360,7	-970,6	-1194,4	-69,4	-166,3
Предприятия	-1579,1	-2014,6	-3193,9	-1926,3	-2780,1	-88,3	-413,9
Население	1639,9	1778,5	1947,4	1959,6	2361,8	-181,1	-414,4
Внешний мир	462,9	1020,7	1645,5	662,4	834,1	358,4	811,4

Источник: Банк России, расчеты АЛ»Веди».

Выводы к ретроспективным расчетам сбалансированного сценария в 2006-2007 годах

Расчеты показывают, что, при прочих равных, продолжение политики сбалансированного роста привело бы к снижению темпов роста ВВП на 1 процентный пункт в 2006 г. (с 7,7 до 6,7%) и на 2 процентных пункта в 2007 г. (с 8,1 до 6,1%). Снижение темпов роста было обусловлено сокращением внутреннего спроса, как инвестиционного, так и потребительского. Здесь необходимо отметить, что прочие макроэкономические параметры (обменный курс, инфляция, доходы населения, параметры бюджетной политики) были оставлены неизменными.

Потеря темпов экономического роста компенсируется существенным снижением уровня задолженности нефинансового сектора. Уменьшается объем задолженности предприятий и населения по банковским кредитам. Значительно снижается уровень внешнего частного долга и, соответственно, долговая нагрузка на банки и корпорации. Фактически соблюдается баланс между сбережениями и кредитами.

Реализация сбалансированного сценария позволила бы российским денежным властям осуществить ряд принципиальных изменений в параметрах финансовой политики. Во-первых, данный сценарий предполагает более низкие темпы роста денежного предложения, что потенциально выступило бы в качестве значимого фактора, противодействующего ускорению инфляции в 2007-2008 гг. Во-вторых, снижение прироста международных резервов уже в 2006 г. актуализировало бы необходимость

расширения рефинансирования банковской системы со стороны ЦБР. Конкретные действия в этом направлении позволили бы встретить глобальный финансовый кризис с развитой и эффективной системой рефинансирования коммерческих банков.

В результате потеря темпов экономического роста в 2006-2007 гг. компенсируется улучшением структуры финансовых потоков, ростом стабильности банковской системы, снижением долговой нагрузки на экономику. Перечисленные позитивные факторы приобретают особенную ценность в контексте финансового кризиса в конце 2008 г. Есть все основания полагать, что именно названные процентные пункты роста, принесенные в жертву ради большей стабильности, обеспечили бы меньшие затраты на ликвидацию кризиса и достижение уже более высоких темпов экономического роста.

Международная практика регулирования капитала банков

За рубежом не существует единого подхода к минимальному собственному капиталу банков. Практика лицензирования в различных странах из-за исторических, правовых и экономических особенностей существенно различается. Тем не менее, на глобальном уровне можно выделить несколько характерных тенденций в области регулирования капитала банков.

Во-первых, устанавливаются дифференцированные требования к внутренним банкам, принадлежащим резидентам, к иностранным дочерним банкам и к филиалам иностранных банков. В странах с либеральным финансовым режимом регулирования требования к капиталу у всех трех типов финансовых посредников уравниваются. В странах с протекционистской политикой к иностранным дочерним банкам и к филиалам иностранных банков минимально необходимый капитал завышается. Напротив, в странах с острым дефицитом финансовых услуг, где национальные банки не могут самостоятельно компенсировать нехватку кредитного предложения, для иностранных дочерних банков требования занижаются.

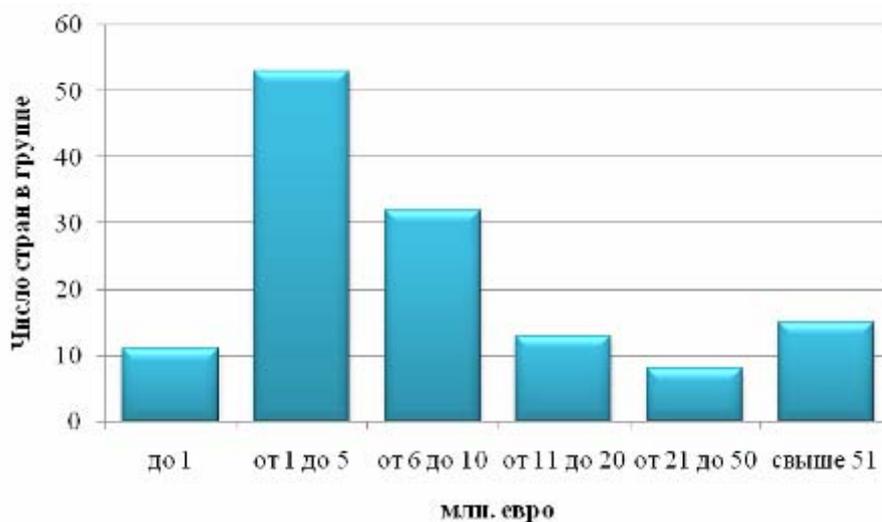
Во-вторых, в группе внутренних банков также существует дифференцированный подход к минимальному капиталу в зависимости от типа банка. Самым большим капиталом должны обладать универсальные банки, действующие на территории всей страны. По мере ограничения банковской деятельности пруденциальный надзор смягчается. Для небольших сельских банков, чья территория сужена до местного населенного пункта, поддерживаются наиболее благоприятные условия ведения бизнеса.

В третьих, на глобальном уровне наблюдается умеренная конвергенция требований к минимальному капиталу банков. Лидером в этом плане выступают страны Европейского союза, где согласно общеевропейской директиве установлена одна и та же планка собственного капитала – не менее 5 млн. евро. Граница в 5 млн. евро стала общепринятым стандартом, которому следуют, в первую очередь, страны, ориентированные на западноевропейскую экономику – Центральная и Восточная Европа, бывшие европейские колонии, сохраняющиеся связи с бывшими метрополиями.

Распространение европейского стандарта собственного капитала привело к тому, что большинство стран мира устанавливают минимальный капитал в диапазоне от 1 до 5 млн. евро. Центром экономических исследований МФПА была собрана обширная статистика пруденциальных требований к капиталу банков в 130 развитых и развивающихся странах по состоянию на конец 2009 г. Распределение стран по группам в зависимости от величины

минимального капитала банков приведено на Рисунок 5–1. Медиана капитала банков для внутренних банков составила 5,4 млн. евро, для иностранных дочерних банков – 5,2 млн. евро, а для филиалов иностранных банков – 5,0 млн. евро. Средние значения по статистической выборке оказались значительно выше в силу большой дисперсии.

Рисунок 5–1. Частотное распределение стран по минимальному собственному капиталу банков, на конец 2009 года



Источник: данные центральных банков.

К странам, устанавливающим максимальные планки по капиталу, относятся преимущественно, страны Азии. Лидером среди является Сингапур, за которым следуют Малайзия, Индонезия и Тайвань – везде требование к капиталу превышает 200 млн. евро. (Таблица 5–1). В каждой из стран действуют национальные особенности:

- **Сингапур:** для местных или иностранных дочерних банков минимальный капитал 1500 млн. сингапурских долларов (723 млн. евро), а для филиалов иностранных банков – 200 млн. сингапурских долларов (96,4 млн. евро);
- **Малайзия:** минимальный капитал для коммерческих банков и банковских групп (включающих различные типы банков) установлен на уровне 2 млрд. ринггитов (392,6 млн. евро), для инвестиционных банков – 500 млн. ринггитов (98,1 млн. евро), а для иностранных дочерних банков – 300 млн. ринггитов (58,9 млн. евро);
- **Индонезия:** для обыкновенных и шариатских коммерческих банков – 3 трлн. рупий (211,8 млн. евро); для обыкновенных сельских банков, которые могут принадлежать только резидентам, – от 500 млн. рупий для слаборазвитых районов; до 5 млрд. рупий в столице (от 35 до 353 тыс. евро); для шариатских сельских банков – от 500 млн. рупий до 2 млрд. рупий (от 35 до 141 тыс. евро); для филиалов иностранных банков 3 трлн. рупий (211,8 млн. евро).

На противоположном конце спектра находятся слаборазвитые экономики стран третьего мира и островные государства. Низкая планка по капитал, которая может достигать нескольких тысяч евро, объясняется несколькими причинами. Во-первых, потенциальная емкость банковского рынка может быть столь незначительна, что внутренний рынок не представляет собой интереса для полноценных банков (например, у островных государств). Как правило, в таких случаях банковские услуги импортируются из-за рубежа и предоставляются местными филиалами иностранных банков. Во-вторых, экономика может находиться на низкой стадии развития, а население не обладать необходимой кредито- и платежеспособностью (слаборазвитые страны Африки). Спрос на депозиты в силу незначительных сбережений отсутствует, вместо кредитования распространено ростовщичество. Как правило, в слаборазвитых странах основным финансовым продуктом являются денежные переводы из-за рубежа, услуги по которым могут оказывать не банки, а платежные системы. Наконец, в третьем случае низкие требования могли возникнуть из-за установления минимальных норм в национальной валюте. После периода гиперинфляции, который пережили многие развивающиеся страны в 1980–90-х гг., индексация проведена не была, в результате чего в эквиваленте иностранных валют произошла существенная переоценка капитала. Во избежание обесценения требования к капиталу большинство развивающихся стран устанавливают нормы минимального капитала в евро (реже – в долларах США). Около трети стран имеют минимальные требования до 4,5 млн. евро, но это связано с тем, что в основном они представляют собой государства-карлики или содружества мелких островных государств, где действуют унифицированные нормы банковского регулирования.

Таблица 5–1. Страны с предельными требованиями к собственному капиталу банков, на конец 2009 года (в млн. евро)

№	Наибольшие требования к капиталу				Наименьшие требования к капиталу			
	Страна	Вн.банки	Ин.банки	Филиалы	Страна	Вн.банки	Ин.банки	Филиалы
1	Сингапур	722,8	722,8	96,4	Бурунди	0,0	-	-
2	Малайзия	392,6	58,9	-	Бутан	0,0	0,0	0,0
3	Индонезия	211,8	211,8	211,8	Каймановы о-ва	0,4	0,4	0,0
4	Тайвань	204,9	204,9	3,1	Ботсвана	0,5	-	0,5
5	Бахрейн	175,4	66,0	-	Боливия	0,5	0,5	-
6	Кувейт	173,5	173,5	34,7	Ямайка	0,6	0,6	1,9
7	Нигерия	111,7	111,7	111,7	Фиджи	0,7	0,7	0,7
8	Таиланд	99,6	79,7	-	Гайана	0,8	0,8	0,8
9	Израиль	99,2	99,2	-	Лесото	0,9	0,9	0,9
10	Китай	96,8	29,0	9,7	О-ва Кука	1,0	1,0	1,0

Источник: данные центральных банков.

США являются единственным примером, где на федеральном уровне не установлены единые требования к банкам. В каждом штате к зарегистрированным организациям предъявляются особые местные требования. По стране минимальная планка капитала для новых игроков колеблется от \$25 тыс. для банков в сельских районах до нескольких миллионов долларов для банков крупных мегаполисов. В 1985 г. среднее требование к капиталу достигало \$1,5 млн., в 1990 г. – \$4 млн., в 2005 г. – \$5 млн. Требования к капиталу различаются в зависимости от региона действия банка. К примеру, в Чикаго минимальный капитал должен составлять \$5 млн. для универсальных банков; \$3 млн. для банков, действующих в городской зоне; и \$2,5 млн. для банков, работающих вне города. В Нью-Йорке капитал первого уровня должен быть не менее \$2 млн.

Нормы регулирования в странах СНГ и Балтии не сильно отличаются от общеевропейских. Текущие минимальные требования к собственному капиталу банков представлены в Таблица 5–2. Россия стоит перед Киргизией на предпоследнем месте по жесткости требований к капиталу. Для открытия нового банка необходимо не менее 4,1 млн. евро, хотя планка недавно составляла 5 млн. евро. Объясняется это тем, что величина минимального капитала в федеральном законе «О банках и банковской деятельности» была установлена в рублях (180 млн. руб.), а после «управляемой девальвации» не была проиндексирована. Средний минимальный капитал в странах СНГ и Балтии достигает 7,5 млн. евро. По мере экономического развития он имеет тенденцию увеличиваться. Медленное повышение требований к капиталу касается всех стран без исключения. В начале 1990-х гг. для открытия банка в России было достаточно 500 тыс. руб., а затем 3 млн. руб. В середине 2000-х гг. стартовый капитал в Таджикистане не мог быть ниже \$300 тыс., а Азербайджане – \$500 тыс. долл. Сегодня большинство стран региона имеют планку по капиталу не менее 5 млн. евро.

Лидером по ужесточению требований выступает Казахстан. В 2009 г. минимальный размер капитала казахских банков достигал 5 млрд. тенге (около 22,3 млн. евро). Предусматривается, что с 1 июля 2011 г. он будет повышен до 10 млрд. тенге (44,6 млн. евро). Исключения касаются банков, которые работают в регионах и не зарегистрированы в Алматы или Астане (для них требования по капиталу не превышают 2 млрд. тенге) и жилищно-строительных сберегательных банков (3 млрд. тенге). По норме капитала Казахстан приблизится к таким странам как Пакистан и Южная Корея. В ноябре 2009 г. для «Концепции финансового развития Республики Казахстан в посткризисный период» глава фонда «Самрук-Казына» предложил увеличить минимальный размер капитала банков второго уровня до 15 млрд. тенге. Обоснованием предложения послужил опыт санации крупных казахских банков, у которых уровень рыночной ответственности

при собственном капитале \$20–50 млн. и многомиллиардных обязательствах оказался недостаточным. Если в Казахстане минимальная величина капитала продолжит расти, численность банковского сектора сократится с 37 до 10–15 организаций.

Таблица 5–2. Минимальные требования к собственному капиталу банков в странах СНГ и Балтии, на конец 2009 года

Страна	Регулятор капитала банков	Минимальный капитал, млн. евро	Минимальный капитал, млн. нац. валюты
Казахстан	Агентство по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций	22,3	5000
Украина	Национальный банк Украины	10,0	-
Армения	Центральный банк Республики Армения	8,6	5000
Азербайджан	Центральный банк Азербайджанской Республики	8,2	10
Таджикистан	Национальный банк Таджикистана	6,7	10*
Молдова	Национальный банк Молдовы	5,9	100
Белоруссия	Национальный банк Республики Беларусь	5,0	-
Латвия	Financial and Capital Market Commission	5,0	-
Литва	Банк Литвы	5,0	-
Узбекистан	Центральный банк Республики Узбекистан	5,0	-
Эстония	Financial Supervision Authority	5,0	-
Грузия	Financial Supervisory Agency	4,8	12
Россия	Банк России	4,1	180
Киргизия	Национальный банк Кыргызской Республики	3,0	200

*Минимальный капитал установлен в долларах США.

Источник: данные центральных банков.

В целом, помимо несколько более высоких, чем в Европе, требования к капиталу, для стран СНГ и Балтии характерно несколько особенностей. Во-первых, пруденциальные нормы, касающиеся минимального капитала, относятся к исключительной компетенции центрального банка или мегарегулятора. Во избежание политического давления требования к собственному капиталу зафиксированы в местных законах о банках и банковской деятельности. Если минимальный капитал в них не прописан, то его самостоятельно определяет центральный банк своим нормативно-правовым актом. Размер уставного капитала банков определяется регулятором самостоятельно в Армении, Беларуси, Таджикистане, Киргизии и Узбекистане. В остальных странах, включая Россию, он закреплен законодательно. Во-вторых, в половине случаев во избежание обесценения требования к капиталу нормы минимального капитала определены в евро (только в Таджикистане в долларах США). Наконец, в-третьих, если в стране действует несколько типов кредитных организаций, то к ним применяются дифференцированные нормы. К примеру, на Украине требование к кооперативным банкам достигает 1,5 млн. евро, к региональным банкам – 5 млн. евро и к полноценным коммерческим банкам – 10 млн. евро.

Международная практика внеофисного банковского обслуживания

В настоящее время в мире получили развитие две модели внеофисного банковского обслуживания. Одна из них осуществляется банками с привлечением розничных агентов, другая небанковскими организациями. В обеих моделях используются информационные и коммуникационные технологии, такие как мобильные телефоны, дебетовые платежные карты и предоплаченные карты, а также устройства считывания с карт для передачи данных об операциях от розничных агентов клиентам или банку. Некоторые модели внеофисного обслуживания, например, интернет-банкинг и АТМ (банкоматы), следует рассматривать в качестве развития традиционного банковского обслуживания.

Развитие внеофисного банковского обслуживания позволяет в короткие сроки решить проблему доступности и обеспеченности населения розничными финансовыми услугами. Например, показателен в этом плане опыт Бразилии, где в начале 2000-х гг. только 15% населения имело доступ к банковским услугам. В 2003 г. Центральный банк Бразилии разрешил банкам привлекать агентов для проведения розничных банковских операций. Крупнейшими агентами банков стали розничные магазины, почтовые отделения, лотерейные сети и др. В результате к 2008 г. доля населения, охваченного банковским обслуживанием, возросла почти до 70%. На сегодня в каждом муниципалитете Бразилии действуют точки внеофисного доступа к финансовым услугам.

Альтернативная модель внеофисного обслуживания получила распространение на Филиппинах. В 2004 г. коммуникационная компания Globe Telecom учредила оператора мобильной связи G-cash. Он предлагает платежную услугу, не требующую наличия пластиковой карточки, однако позволяющую использовать мобильный телефон в качестве «электронного бумажника». Востребованность услуг G-cash объясняется значительным числом филиппинцев, работающих за рубежом и регулярно отправляющих денежные переводы на родину. Лишь около четверти от 93 млн. филиппинцев являются прямыми клиентами банков, однако число абонентов беспроводной связи превышает 40% населения. В результате распространения технологии G-cash возник интересный симбиоз банков и мобильного оператора. G-cash получает доходы по каждой операции за счет трафика SMS, а банки – доходы в виде комиссии при обмене валюты и другие комиссионные сборы. Сегодня посредством G-cash можно не только осуществлять внутренние и международные денежные переводы, но и погашать кредиты, получать зарплату и оплачивать счета. При этом, G-Cash сам является объектом специального надзора со стороны Национального банка Филиппин.

Основные проблемы финансового рынка в России

Углубленные исследования проблем финансовых рынков и небанковских институтов и стратегические документы в области развития финансовых рынков традиционно называют примерно один и тот же перечень наиболее важных проблем развития финансовых рынков и небанковских институтов. Этот перечень можно структурировать следующим образом:

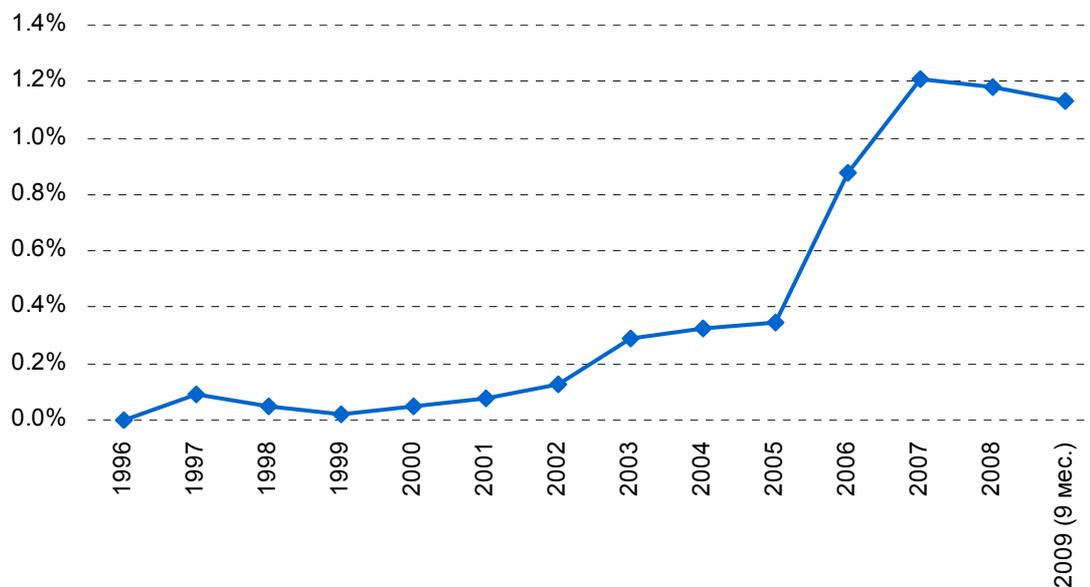
1. Общие проблемы финансовых рынков.
 - a. Низкий уровень защиты интересов инвесторов.
 - Распространение манипулятивных технологий и инсайдерской торговли.
 - Недостаточно эффективная система учета прав на финансовые инструменты.
 - Запредельно высокие транзакционные издержки инвестирования для мелких частных инвесторов.
 - b. Неконкурентный (с точки зрения глобальной конкуренции) налоговый режим операций с финансовыми инструментами и доходов от инвестирования в финансовые активы.
 - c. Отсутствие интегрированной национальной торгово-расчетной системы.
 - Отсутствие Центрального депозитария.
 - Отсутствие Центрального контрагента.
 - Раздробленность организованных рынков (конкуренция торговых систем на отдельных сегментах рынка).
 - Отсутствие стимулов капитализации клиринговых организаций
 - d. Отстающая от потребностей сегодняшнего дня система регулирования финансового рынка.
 - Отсутствие унификации правил на различных сегментах финансового рынка.
 - Отсутствие мегарегулирования.
 - Отсутствие полноценного пруденциального надзора, соответствующего лучшей мировой практике.
 - e. Отстающая от передовой мировой практики реальная практика российского корпоративного управления.
 - f. Недостаточно эффективная система раскрытия информации.

- g. Высокие транзакционные издержки привлечения инвестиций на финансовом рынке.
 - h. Неполнота финансового рынка (отсутствие отдельных сегментов финансового рынка; неполнота инструментной структуры и, соответственно, структуры рисков).
 - i. Невозможность секьюритизации большинства классов активов.
2. Проблемы рынка акций.
- a. Отсутствие в публичном обращении на внутреннем рынке акций крупнейших корпораций с российскими активами, зарегистрированных в оффшорных зонах и крупнейших дочерних компаний транснациональных корпораций.
 - b. Дефицит долгосрочных инвестиций (в первую очередь пенсионных).
 - c. Низкая доля акций в свободном обращении, и, как следствие – высокая волатильность рынка, отсутствие иммунитета к сильным внешним шокам.
3. Проблемы рынка корпоративных облигаций.
- a. Отсутствие сектора корпоративных облигаций с государственным поручительством.
 - b. Ограниченность объема эмиссии корпоративных облигаций предельными уровнями долговой нагрузки, связанная с дефицитом собственных средств компаний ряда отраслей.
 - c. Отсутствие национальной системы рейтинговых оценок кредитного качества облигаций.
4. Проблемы срочного рынка.
- a. Относительно низкая емкость, особенно срочного товарного рынка, срочного процентного рынка и срочного валютного рынка.
 - b. Налоговые проблемы и проблемы бухгалтерского учета производных финансовых инструментов.
5. Проблемы институтов коллективных инвестиций.
- a. Незрелость биржевого рынка паев ПИФ и систем централизованных расчетов по сделкам с паями.
 - b. Отсутствие эффективных каналов распространения продуктов данной отрасли среди широких слоев инвесторов.
 - c. Незначительный размер большинства фондов, препятствующий эффективной диверсификации.

- d. Ограниченность спектра активов, в которые могут быть инвестированы средства институтов коллективных инвестиций.
 - e. Отсутствие унификации правил размещения активов, составляющих инвестиционные портфели институтов коллективных инвестиций различных типов, что создает ограничения для развития наиболее надежных форм институтов коллективных инвестиций.
6. Проблемы негосударственных пенсионных институтов.
- a. Отсутствие серьезных стимулов для работодателей и работников отчислять средства в систему добровольного пенсионного обеспечения, в первую очередь налоговых.
 - b. Наличие в портфелях большинства НПФ преимущественно неликвидных активов, как следствие кэптивного характера таких НПФ.
 - c. Ограниченность форм и институтов добровольного пенсионного обеспечения.
7. Проблемы рынка страховых услуг.
- a. Низкая емкость данного сегмента финансового рынка и низкая динамика развития, отстающая от общеэкономического развития.

**Характеристики изменения конкурентоспособности российского
финансового рынка в результате кризиса.**

Рисунок 8–1. Доля российских бирж в совокупном биржевом обороте акций 40 крупнейших национальных рынков



**Рисунок 8–2. Доля России на мировом рынке акций,
в % к совокупному объему биржевой торговли**

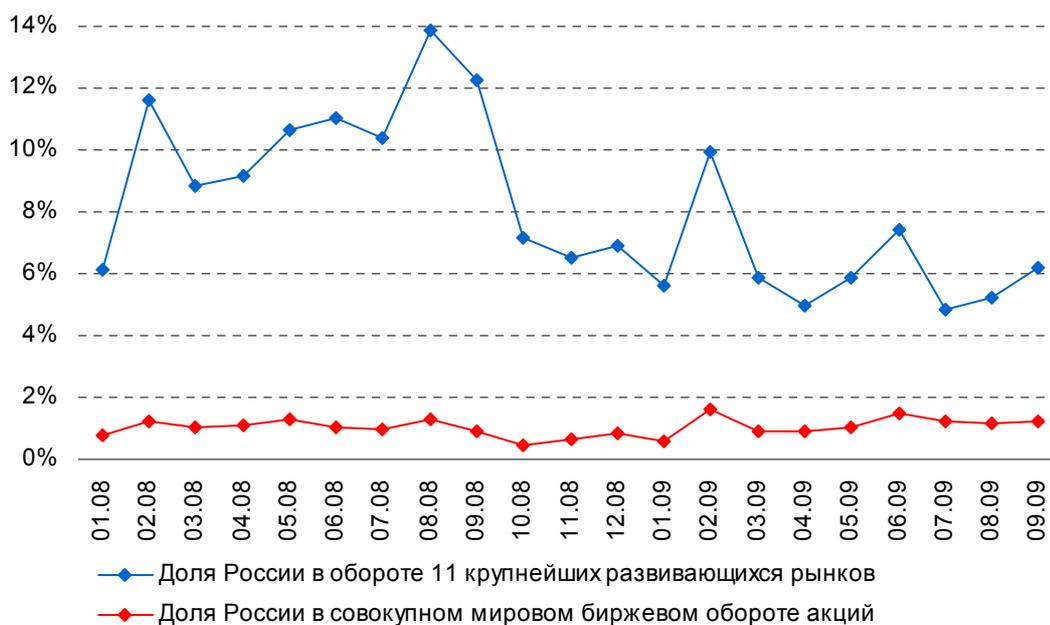
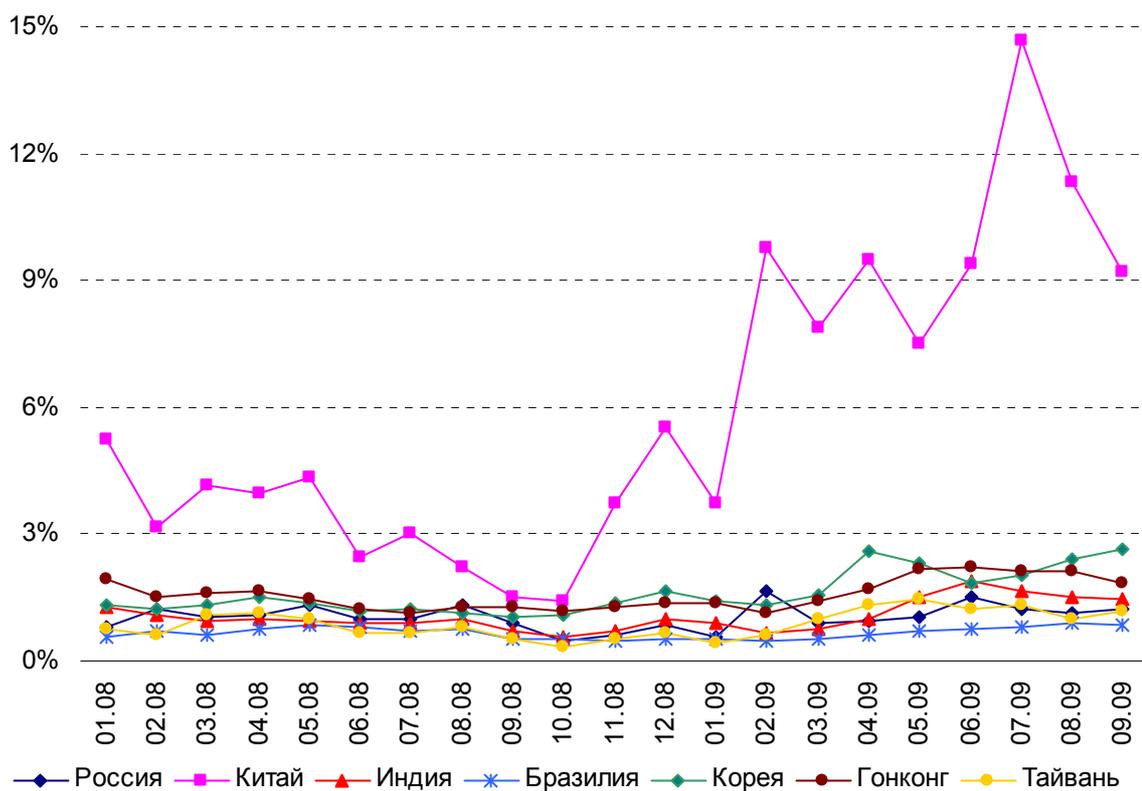


Рисунок 8–3. Доли крупнейших развивающихся рынков в мировом объеме биржевой торговли акциями



Перспективы развития рынка государственных ценных бумаг

Рынок внутреннего долга является неотъемлемой частью национальной финансовой системы, позитивные и негативные характеристики которого напрямую воздействуют как на состояние финансовой сферы, так и на поступательное развитие реального сектора. Структурная модернизация российской финансовой системы предполагает *формирование принципиально иной политики управления рынком федеральных облигаций, целью которой выступает максимальное содействие экономическому росту, финансовой стабильности и всестороннему развитию прочих сегментов национального финансового рынка.*

Выработка эффективной политики управления рынком федеральных облигаций существенно затрудняется «тяжелым наследием» финансового кризиса 1998 г. Отметим, что восприятие основных причин того долгового кризиса в качестве следствия проводимой бюджетной политики является достаточно ограниченным. Комплекс стратегических и тактических ошибок денежных властей, отчасти обусловленный макроэкономическим развитием России и состоянием государственного бюджета, привели к возникновению системного финансового кризиса в августе 1998 г., в основе которого лежали такие факторы, как обеспечение неоправданно высокой доходности государственных ценных бумаг, расширение рынка внутреннего долга без учета располагаемой ресурсной базы, стремление увеличить срок долга без учета структуры привлеченных средств, хронически несогласованные действия Центробанка РФ и Министерства финансов РФ, отказ Центробанка РФ страховать иностранные инвестиции одновременно с введением «валютного коридора» на три года, привлечение внешних инвесторов без соответствующих стерилизационных мероприятий.

Дополнительно существенный вклад в формирование системного кризиса 1998 г. внесли и тактические ошибки российских денежных властей, непосредственно связанные с управлением рынком государственных ценных бумаг.

В настоящее время доходность федеральных облигаций находится на отрицательном реальном уровне, что, с одной стороны, создает определенные преимущества денежным властям, связанные со снижением реального объема внутреннего долга, стоимостью его обслуживания. С другой стороны, *отрицательная реальная доходность федеральных облигаций наряду с общим дефицитом обращающихся финансовых инструментов потенциально провоцирует возможность возникновения банковского кризиса, нестабильности обменного курса рубля, а также лишает денежные*

власти такого инструмента регулирования, как процентные ставки. Учитывая высокую зависимость российской экономики от внешних факторов, подобное положение лишь усиливает незащищенность национальной финансовой сферы от внешних шоков и снижает возможности денежных властей по реализации денежной политики.

Превышение спроса над предложением федеральных облигаций формирует достаточно комфортное положение денежных властей, содержанием которого выступает снижение реального объема внутреннего долга и сохранение ресурсного потенциала для его расширения. Более того, рынок внутреннего долга оказался фактически «национализированным» - состав основных инвесторов характеризуется институтами, контролируемыми денежными властями РФ. Тем не менее отрицательная реальная доходность федеральных облигаций, несмотря на отдельные преимущества для денежных властей, оказывает негативное воздействие на состояние национальных финансов, в том числе на банковскую систему и финансовые рынки.

Сохранение отрицательной (либо резко отрицательной) реальной доходности федеральных облигаций обуславливает формирование потенциальной угрозы для возникновения банковского и валютного кризиса, сохранения значительного интервала уровня действующих в экономике процентных ставок, ускорение инфляции и, в конечном итоге, формирование условий для дестабилизации национальной финансовой системы. Прежде всего, необходимо выделить наиболее существенные факторы, формирующие подобное положение, как, например:

□ отрицательная реальная доходность способствует *изменению состава инвесторов* на рынке внутреннего долга. Низкая доходность может быть удовлетворительной лишь для финансовых организаций, располагающих дешевыми пассивами (как, например, Сбербанк РФ и Пенсионный Фонд РФ). Российские коммерческие банки располагают более дорогими пассивами – вследствие вынужденной конкуренции со Сбербанком РФ. Естественно, что часть средств коммерческих банков направляется на рынок внутреннего долга либо размещается на банковских депозитах в ЦБР – в качестве обеспечения ликвидности, но несмотря на отрицательные реальные проценты. Большая доля оставшихся свободными средств вынуждено размещается на прочих сегментах финансового рынка – корпоративных облигаций, рынке акций и векселей и других. Коммерческие банки вынуждены осуществлять перераспределение активов в сторону более рискованных инструментов для получения прибыли от инвестиционных операций, но за счет резкого увеличения рисков размещения активов. Подобное перераспределение банковских активов в пользу более доходных и рискованных инструментов формирует основу для возникновения нового кризиса;

□ отрицательная доходность федеральных облигаций снижает *объем привлеченных банками финансовых ресурсов*. Будучи наименее рискованным и наиболее ликвидным финансовым инструментом федеральные облигации (и банковские депозиты в ЦБР) формируют минимальный уровень стоимости свободных финансовых ресурсов в экономике. Резкое снижение данного показателя обуславливает уменьшение процентных ставок по банковским депозитам для юридических и физических лиц. Прямым следствием данного процесса выступит снижение прироста депозитных вкладов предприятий и населения (а при определенных условиях – и сокращение их объема), что непосредственно сократит ресурсную базу банковской системы;

□ сокращение притока финансовых средств на банковские депозиты (либо их отток) обусловит рост спроса на иностранную валюту как альтернативное направление размещения сбережений, что, при определенных условиях, спровоцирует нестабильность на валютном рынке;

□ *сохранение тенденции укрепления реального курса рубля в условиях снижения доходности федеральных облигаций* провоцирует возникновение дисбаланса в банковской валютной позиции – увеличению пассивов в иностранной валюте и размещению их в российских рублях в ожидании получения дополнительной прибыли за счет укрепления реального курса рубля по отношению к иностранной валюте (прежде всего, по отношению к доллару США). В случае изменения тенденции в области валютных курсов, предшествующей росту доходности федеральных облигаций, национальные коммерческие банки столкнутся со значительными убытками и кризисом ликвидности, что также провоцирует возникновение банковского кризиса;

□ отрицательная доходность федеральных облигаций способствует *усилению «разброса» действующих процентных ставок в экономике*. Избыток свободных финансовых средств, с одной стороны, способствует резкому снижению процентных ставок по наиболее ликвидным и надежным финансовым инструментам (прежде всего, с точки зрения обеспечения ликвидности в банковской системе), но с другой стороны, оставляет по меньшей мере неизменными процентные ставки по прочим инструментам. В результате увеличивается разрыв в уровне процентных ставок по отдельным финансовым инструментам, что приводит как к уменьшению (либо снижению прироста) банковских пассивов, так и снижению роста банковских активов, связанных с инвестированием в реальный сектор экономики;

□ отрицательная доходность федеральных облигаций оказывает *деструктивное воздействие на прочие сегменты национального финансового рынка* – эмитенты муниципальных, корпоративных облигаций и акций оказываются лишенными

ориентиров текущих процентных ставок. В результате облигационные займы оказываются размещенными под более высокую, нежели ожидаемую, доходность либо не в полном (ожидаемом) объеме – во всех случаях эмитенты акций и долговых обязательств сталкиваются с потерями вследствие отсутствия адекватной информации о процентных ставках, что неизбежно приводит и к ухудшению всей финансовой системы.

Рынок федеральных облигаций призван содействовать экономическому росту, обеспечивая:

- снижение инфляции и защиту национальных финансов от воздействия внешних шоков (негативных и позитивных);
- рост внутренних сбережений и расширение ресурсной базы национальной банковской системы;
- комплексное развитие смежных сегментов национального финансового рынка;
- расширение возможности денежных властей привлекать финансовые средства с внутреннего рынка, а также эффективно использовать процентные ставки в качестве инструмента макроэкономического регулирования.

Рынок внутреннего долга традиционно воздействует на структуру денежного предложения, развитие прочих сегментов национального финансового рынка и содействует стабильности банковской системы. Несмотря на отсутствие потребности правительства в заемных средствах (обусловленное сохранением профицита федерального и консолидированного бюджета в течение пост-кризисного периода) расширение рынка федеральных облигаций призвано выполнять следующие функции:

- *обеспечение привлечения средств* в федеральный бюджет. Несмотря на сохранение профицита федерального и консолидированного бюджета РФ (обусловленное сохранением цен мирового рынка на сырую нефть и прочие энергоресурсы на приемлемо высоком уровне) благоприятная ценовая конъюнктура на внешних рынках может достаточно быстро измениться (как это и случилось, например, в конце 2008 г.). В рамках данного сценария бюджетные поступления снизятся, а невозможность снижения социальных выплат обусловит возникновение дефицита государственного бюджета, финансирование которого потребует привлечение средств с внутреннего и внешнего рынков. В отсутствие эффективного и реального действующего рынка внутреннего долга увеличение заимствований будет попросту невозможным либо будет сопряжено с резким ростом стоимости заимствований, что обусловит повышение общего уровня процентных ставок в экономике;

□ *стабилизирующую*. Обращающиеся федеральные облигации на развитом рынке внутреннего долга выступают в качестве наиболее ликвидных, наименее доходных и рискованных финансовых инструментов. Федеральные облигации по своей сути призваны аккумулировать избыточные финансовые средства, появляющиеся вследствие нестабильности на прочих сегментах национального рынка, неблагоприятном изменении конъюнктуры на внешних рынках либо должны выступать в качестве эффективного инструмента стерилизации избыточной ликвидности;

□ *регулирующую*. Рынок федеральных облигаций, регулируемый денежными властями, должен выступать в качестве главного сегмента национальной финансовой системы. Развитие рынка внутреннего долга призвано стимулировать развитие прочих сегментов, принципиально важных для стабильного развития реального сектора. При этом прочие сегменты непосредственным образом зависят от состояния рынка федеральных облигаций – с точки зрения процентных ставок, объема портфельных инвестиций, конъюнктуры на смежных сегментах рынок федеральных облигаций должен выполнять регулирующие функции;

□ *стимулирующую*. Эффективный рынок федеральных облигаций должен содействовать структурированию действующих процентных ставок в экономике, направленному на рост сбережений и стимулирование инвестиционной активности, в том числе и росту предоставляемых кредитов реальному сектору банковской системой.

Доминирующее воздействие рынка федеральных облигаций на состояние финансовой сферы России очевидно и будет определяться усилиями денежных властей по его развитию. Развитый рынок федеральных облигаций, характеризующийся значительными оборотами вторичных торгов, высокой ликвидностью и низкими рисками, будет способствовать поступательному развитию прочих сегментов национального финансового рынка. Восстановление финансовых рынков неизбежно будет стимулировать развитие национальной банковской системы, расширение предоставляемых банковских услуг и спектра обращающихся финансовых инструментов. Данный процесс должен стимулировать рост сбережений в экономике, а одновременно со структурированными процентными ставками – рост инвестиционной активности и достижение устойчиво высоких темпов роста производства.

Таблица 9-1. Соотношение стоимости государственных долговых ценных бумаг в обращении на внутреннем рынке и ВВП, по странам

место	Страна	Валовый внутренний продукт 2008 года, млн. долл. США	Стоимость государственных ценных бумаг в обращении на внутреннем рынке, по состоянию на конец 2008 г., млн. долл. США	Соотношение
1	Япония	4 909 272	9 113 200	185,6%
2	Греция	356 796	310 500	87,0%
3	Бельгия	497 586	394 000	79,2%
4	Италия	2 293 008	1 779 700	77,6%
5	Португалия	242 689	136 100	56,1%
6	США	14 204 322	7 880 800	55,5%
7	Франция	2 853 062	1 436 700	50,4%
8	Канада	1 400 091	673 600	48,1%
9	Голландия	860 336	374 500	43,5%
10	Сингапур	181 948	72 700	40,0%
11	Малайзия	194 927	76 600	39,3%
12	Чехия	216 485	81 600	37,7%
13	Таиланд	260 693	97 300	37,3%
14	Германия	3 652 824	1 362 100	37,3%
15	Корея	929 121	337 500	36,3%
16	Бразилия	1 612 539	545 800	33,8%
17	Испания	1 604 174	540 000	33,7%
18	Китай	4 326 187	1 416 500	32,7%
19	Индия	1 217 490	387 600	31,8%
20	Великобритания	2 645 593	826 600	31,2%
21	Польша	526 966	147 800	28,0%
22	Австрия	416 380	110 600	26,6%
23	Финляндия	271 282	68 800	25,4%
24	Дания	342 672	85 400	24,9%
25	Швейцария	488 470	119 800	24,5%
26	Швеция	480 021	112 700	23,5%
27	Турция	794 228	180 200	22,7%
28	Ирландия	281 776	60 700	21,5%
29	Южная Африка	276 764	57 200	20,7%
30	Аргентина	328 385	54 400	16,6%
31	Мексика	1 085 951	174 600	16,1%
32	Индонезия	514 389	62 900	12,2%
33	Норвегия	449 996	49 500	11,0%
34	Австралия	1 015 217	106 200	10,5%
35	Гонконг	215 355	21 000	9,8%
36	Россия	1 607 816	48 366	3,0%

Расчитано по данным: World Bank, BIS, Росстат, Минфин РФ.

Основные признаки международного финансового центра: очередность задач по их формированию

1) Обеспечение условий для **концентрации инвестиционного спроса в России** (т.е. концентрации капитала, в том числе иностранного).

Для этого необходимо:

1.1. повысить роль рубля в международных финансовых операциях, превратив отечественную валюту в одну из резервных валют.

1.2. предусмотреть инвестирование части средств Фонда национального благосостояния в рублевые финансовые инструменты, которые выпущены и должны обращаться на национальном рынке, а также предусмотреть инвестирование большей части суверенных фондов государства в иностранные финансовые активы через финансовых посредников и финансовую инфраструктуру национального финансового рынка.

1.3. обеспечить многократный рост количества граждан, инвестирующих свои сбережения на национальном финансовом рынке, преимущественно в отечественные финансовые инструменты, а также кардинальный рост финансовой грамотности населения РФ.

1.4. обеспечить резкий рост стоимости чистых активов инвестиционных фондов различных типов.

1.5. обеспечить резкий рост пенсионных резервов и пенсионных накоплений.

1.6. стимулировать резкий рост инвестиций иностранных (в первую очередь глобальных консервативных) портфельных инвесторов, как за счет планомерного улучшения инвестиционного климата в стране, так и за счет реализации специальной программы повышения имиджа России в глазах иностранных инвесторов.

1.7. обеспечить кардинальное увеличение доли прямых инвесторов в совокупном объеме иностранных инвестиций в Россию.

2) Обеспечение условий **концентрации инвестиционного предложения** (выпускаемых и обращающихся финансовых инструментов).

Для этого необходимо:

2.1. стимулировать долгосрочную активизацию процессов IPO.

2.2. создать и активно развивать Центр международных финансов (ЦМФ) в рамках МФЦ, включающий сектор иностранных ценных бумаг на национальном рынке ценных бумаг, сектор международных валютных операций и операций с драгоценными

металлами на национальном валютном рынке, сектор услуг глобального бэнкинга на национальном рынке банковских услуг, сектор глобальных страховых услуг на национальном рынке страховых услуг.

2.3. обеспечить возможность эффективной секьюритизации на внутреннем финансовом рынке, в том числе за счет создания сложных структурированных продуктов.

2.4. всемерно развивать возможности внутреннего долгового финансирования российского корпоративного сектора (как за счет увеличения долгосрочных активов банковской системы, так и за счет активного развития рынка корпоративных облигаций всех видов).

2.5. резко увеличить емкость рынка внутреннего государственного долга, включающего сегмент доходных облигаций.

2.6. стимулировать опережающее развитие срочных рынков и рынков других производных финансовых инструментов (ПФИ) по сравнению со спот-рынками с одновременным усилением контроля за эффективностью систем риск-менеджмента на рынках ПФИ.

3) Обеспечение условий для **концентрации финансового посредничества** (концентрации финансовых услуг).

Для этого необходимо:

3.1. налоговое стимулирование развития финансовых организаций и наиболее важных (с т.з. развития МФЦ) финансовых услуг.

3.2. введение запрета на оказания финансовыми посредниками трансграничных услуг российским клиентам (включая иностранным юридическим лицам, бенефициарами которых являются резиденты РФ).

3.3. совершенствование расчетной инфраструктуры финансового рынка, включая создание системы расчетов в режиме реального времени, интеграции такой национальной системы в международные платежные системы, обеспечение свободного доступа российских депозитариев на международные рынки и, соответственно, крупных иностранных хранителей к системе учета российских финансовых инструментов, с одновременной защитой институтов российской инфраструктуры от поглощения иностранными институтами.

3.4. совершенствование регулирования клиринговой деятельности.

3.5. консолидация биржевой инфраструктуры (включая консолидацию биржевых площадок на отдельных секторах финансового рынка, консолидацию технологически связанных с ними расчетных депозитариев, консолидацию биржевых секторов рынка производных финансовых инструментов).

- 3.6. создание центрального депозитария и центрального контрагента.
- 4) Преодоление иных (лежащих за пределами финансового сектора) ограничений для формирования МФЦ в России, в том числе:
 - 4.1. кардинальное повышение квалификации финансовых специалистов и обслуживающего персонала.
 - 4.2. кардинальное повышение качества производственной инфраструктуры.
 - 4.3. обеспечение необходимого уровня доступности офисных и жилых помещений.
 - 4.4. повышение качества услуг объектов социальной инфраструктуры.
 - 4.5. снижение уровня преступности.
 - 4.6. улучшение предпринимательского климата в целом.
 - 4.7. обеспечение макроэкономической стабильности.
 - 4.8. создание эффективных правовых институтов, обеспечивающих надежную защиту прав собственности, включая институты правоприменения.

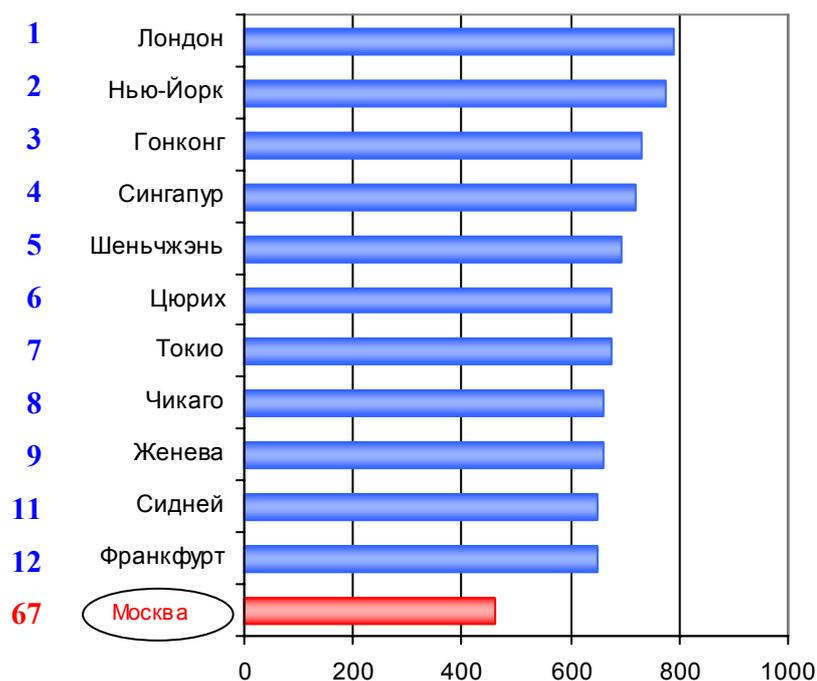
Зарубежный опыт развития международных финансовых центров

Задача создания МФЦ не является уникальной в международной практике. Большое число стран стремится к сохранению лидирующих позиций и развитию собственных финансовых секторов. На международном рынке насчитывается несколько десятков малых и больших финансовых центров. Ежегодно власти Лондона при помощи Z/Yen Group проводят опрос среди международных специалистов и рассчитывают рейтинг ведущих финансовых центров мира. По итогам опроса, проведенного в сентябре 2009 г. был рассчитан индекс финансовых центров (см. рис. 1). Они могут быть глобальными, международными, специализированными (нишевыми), национальными и региональными. По оценкам специалистов существует только два глобальных центра, на которые замыкаются потоки капитала – Лондон и Нью-Йорк. Большинство же является международными и национальными. Характерными чертами ведущих МФЦ является:

- наличие головных региональных офисов глобальных банков (таких как Bank of America, Citigroup, JP Morgan Chase и др.);
- большие объемы сделок с участием международных игроков;
- торговля финансовыми инструментами, обращающимися на международных рынках
- доля финансовых услуг в ВВП достигает до 10% и выше;
- основные потоки международного капитала приходятся на другие финансовые центры.

Рисунок 0–1. Рейтинг ведущих финансовых центров в 2009 году

Место в рейтинге



Источник: Z/Yen «The Global Financial Centres Index (CFCI)»

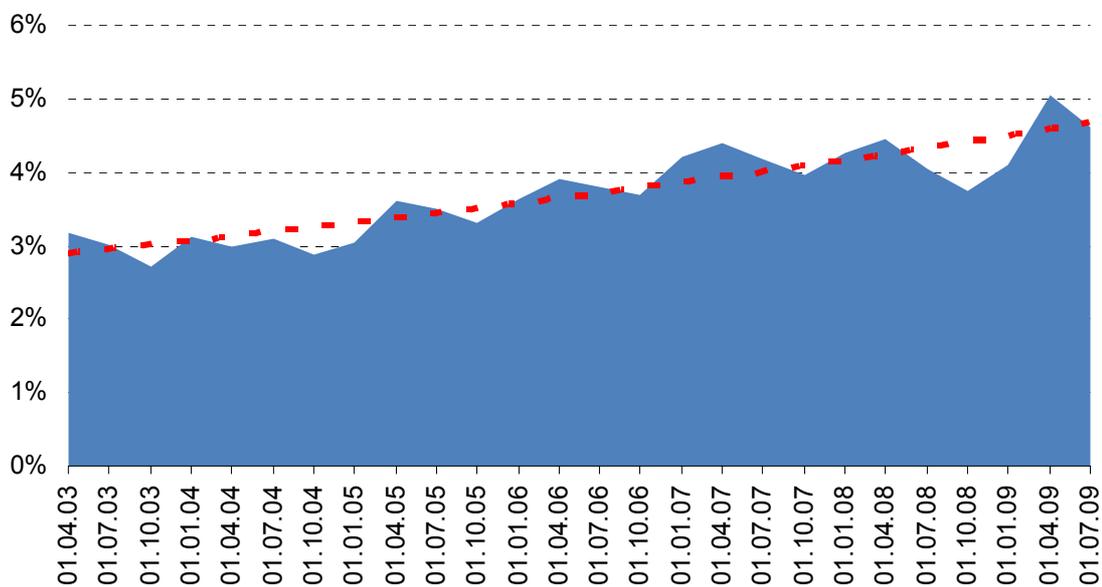
Таблица 0–1. Классификация финансовых центров

Центр	Глобальный	Международный	Специализированный	Национальный	Региональный
Лондон	*	*	*	*	*
Нью-Йорк	*	*	*	*	*
Гонконг		*		*	
Сингапур		*		*	
Цюрих		*	*	*	
Франкфурт		*		*	
Женева		*	*		
Чикаго		*		*	*
Токио		*		*	
Сидней		*		*	*
Москва				*	

Москва согласно опросу занимает 67 место (в 2008 году – 60 место) среди 75 возможных мест. Ее ближайшими конкурентами являются Варшава, Лиссабон, Прага и Эр-Рияд. В ближайшей перспективе Россия может претендовать на звание регионального центра на пространстве СНГ и Восточной Европы. Особое положение России связано как с неизмеримо более высоким уровнем национального богатства, так и потенциально высоким спросом на инвестиции в средне- и долгосрочной перспективе. Россия способна предложить мировому сообществу уникальные активы в значительных объемах, перспективы развития совместного бизнеса, удовлетворяющего не только внутренние, но и глобальные потребности. В частности, доля финансовой деятельности, несмотря на

кризис 2007–09 гг., доходит до 5% ВВП России), крупнейшие банки страны входят в список The Bankers-1000, на внутреннем рынке действуют глобальные банки, ММВБ входит в число крупнейших бирж мира и т.д.

Рисунок 0–2. Доля финансовой деятельности в ВВП России, % (2003–09 гг.)



Источник: Росстат.

Следует выделить пять ключевых областей, на которых, по мнению Корпорации Лондонского сити, соперничают ведущие финансовые центры: качественный рынок труда, благоприятное регулирование, доступ к рынку капитала, эффективная инфраструктура и интенсивность конкуренции. В отношении России все множество факторов можно разделить на преимущества и недостатки Москвы как МФЦ.

Таблица 0–2. Преимущества и недостатки Москвы в роли международного финансового центра

Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Емкий и ликвидный фондовый рынок <input type="checkbox"/> Либеральное валютное регулирование и свободный доступ иностранных игроков на внутренний рынок <input type="checkbox"/> Географическая близость к другим международным центрам <input type="checkbox"/> Рабочий день пересекается с другими международными финансовыми центрами <input type="checkbox"/> Открытость иммиграционной политики для студентов и квалифицированных служащих 	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Небольшой размер банковского сектора <input type="checkbox"/> Невысокое качество городской инфраструктуры <input type="checkbox"/> Низкое предложение профессионалов на рынке труда <input type="checkbox"/> Невысокий стандарт жизни (включая развлечения, культуру, образование, распространение английского языка и др.) <input type="checkbox"/> Высокие издержки привлечения капитала <input type="checkbox"/> Невысокий уровень национальной безопасности <input type="checkbox"/> Высокая оплата труда в финансовом секторе <input type="checkbox"/> Политика регуляторов слабо восприимчива к потребностям делового сообщества <input type="checkbox"/> Относительно высокие цены на недвижимость и низкая доступность офисных площадей <input type="checkbox"/> Неблагоприятный налоговый режим <input type="checkbox"/> Проблемы с эффективной, предсказуемой и транспарентной правовой средой <input type="checkbox"/> Высокие операционные издержки ведения бизнеса

Вместе с тем следует отметить, что оценки Корпорации Лондонского сити основаны как на объективных количественных показателях, так и на результатах опроса 1100 крупнейших мировых инвесторов, ведущих бизнес по всему миру. Далее рассмотрим текущую конкурентную позицию России, опираясь исключительно на объективные показатели.

В современном мире можно выделить несколько сформировавшихся глобальных финансовых центров. По нашему мнению, сегодня таких центров пять: США (Нью-Йорк), Великобритания (Лондон), Япония (Токио), Германия (Франкфурт), Франция (Париж). Разработчики Индекса глобальных финансовых центров (GFCI) Корпорации Лондонского Сити называют только два глобальных центра – Лондон и Нью-Йорк. Кроме того, сформировались несколько международных финансовых центров регионального уровня: Гонконг, ЮАР (Йоханнесбург), Мексика, Швеция (Стокгольм). Финансовые центры Испания и Швейцария претендуют на роль скорее глобального центра, нежели регионального. Следует назвать и ряд формирующихся региональных центров: Италия, Канада, Бразилия, Австралия, Сингапур, Тайвань, Ю.Корея. Неизбежно (ввиду размера своих рынков) на роль финансовых центров будут претендовать Индия и Китай, и власти этих стран задумываются о таком направлении развития национального финансового рынка. Все это конкуренты России на мировом рынке капиталов. Следует еще упомянуть и те страны, которые, не обладая признаками финансового центра, проводят активную политику по превращению национального финансового рынка в международный

финансовый центр. Это Казахстан, Польша и некоторые другие страны. Совокупные характеристики сложившихся и формирующихся международных финансовых центров приведены в таблице.

Таблица 0–3. Международные финансовые центры: основные характеристики на конец 2007 года

Финансовый центр	Число компаний, акции которых допущены к торговле		Капитализация, млрд. долл.	Объем торговли акциями, млрд. долл.
	всего	иностраннх		
<i>Глобальные финансовые центры</i>				
США (NYSE)	2 297	421	15 651	29 910
Великобритания	3 307	719	3 852	10 334
Япония	2 414	25	4 331	6 476
Euronext *	1 155	225	4 223	5 640
Германия	866	105	2 105	4 325
<i>Прочие международные финансовые центры</i>				
Испания	3 537	39	1 800	2 970
Гонконг	1 241	9	2 654	2 137
Швейцария	341	84	1 271	1 886
ОМХ **	851	26	1 243	1 865
ЮАР	411	37	828	424
Мексика	367	242	398	145
<i>Формирующиеся финансовые центры</i>				
Италия	307	6	1 073	2 313
Ю.Корея	1 757	2	1 123	2 006
Канада	3 951	70	2 187	1 635
Австралия	1 998	85	1 298	1 372
Тайвань	703	5	664	1 010
Бразилия	404	9	1 370	598
Сингапур	762	290	539	381
<i>Прочие страны с крупными развивающимися рынками</i>				
Китай	860	0	3694	4 069
Россия	404	0	1 341	1 230
Индия	4 887	0	1 660	751
<i>Страны, стремящиеся к превращению в финансовый центр</i>				
Польша	375	23	212	88
Казахстан	67	1	41	9

* Объединяет рынки Франции, Голландии, Бельгии, Португалии.

** Объединяет рынки Швеции, Финляндии, Дании, Исландии, Латвии, Литвы, Эстонии.

Источник: Ю.Данилов. Оазис будущего. // Эксперт. 2008. № 21.

С точки зрения мирового опыта существуют стандартные подходы к созданию МФЦ. Они должны быть реализованы в том числе и в России:

- благоприятный уровень фундаментальных макроэкономических показателей (сбалансированный устойчивый рост ВВП, низкая инфляция и др.);
- стабильность национальной банковской системы, ее устойчивость к международному движению капитала;

- либеральный режим трансграничных операций с капиталом;
- высокий уровень развития финансовых рынков (обороты торгов финансовыми инструментами, разнообразие финансовых услуг, доля международных финансовых операций);
- развитый рынок рублевых инструментов (в валюте торгов) как источник стабильности и направление размещения свободных средств, в том числе резервных;
- благоприятный деловой климат (эффективная защита прав собственности, регулирование финансовой сферы, налогообложение, снижение уровня коррупции, экономическая свобода и простота ведения бизнеса);
- наличие современной финансовой и городской инфраструктуры (энергобезопасность, надежность коммуникаций, развитая транспортная сеть, доступная и качественная коммерческая недвижимость);
- эффективная кадровая и социальная инфраструктура (подготовка и наличие высококвалифицированного персонала, развитие системы бизнес-образования, общее улучшение качества жизни в России).

**Развитие научных представлений о роли финансового сектора
в социально-экономическом развитии**

Теоретическое осмысление связи развития финансового сектора и макроэкономического развития прослеживается в мировой экономической мысли начиная с трудов Давида Рикардо. Значимая роль финансовой системы в экономическом развитии не отрицалась ни сторонниками свободного рынка, ни Марксом, ни Кейнсом. До двадцатых годов XX века финансовый сектор в значительной мере отождествлялся с банковским сектором, но полученные фундаментальные выводы о взаимосвязи финансового сектора и макроэкономики принципиально не изменились с усложнением финансовых рынков, повышением роли государственных финансов и выходом на лидирующие позиции в структуре финансовых рынков фондового рынка.

Впервые тезис о критически важной роли финансового рынка в макроэкономическом развитии высказал Й. Шумпетер в своей работе 1911 года²². Он утверждал, что финансовая система (банки) активно стимулирует внедрение инноваций и тем самым определяющим образом влияет на экономический рост в долгосрочной перспективе. Отбирая для финансирования наиболее эффективные производства и инвестиционные проекты, финансовая система обеспечивает ускорение экономического роста.

Противоположная позиция впервые четко была сформулирована Джоан Робинсон. Она считала, что развитие финансовых рынков лишь относительно пассивно следует за экономическим развитием²³.

Развитию дискуссий (а точнее, их возобновлению на качественно более высоком теоретическом уровне) о роли финансового рынка в макроэкономических процессах способствовала работа Роберта Лукаса 1988 года, в которой он заявил, что взаимосвязь между развитием финансовых рынков и экономическим развитием «болезненно переоценивается» большинством экономистов²⁴.

Данная позиция вызвала резкий рост активности эмпирических исследований взаимосвязи финансового рынка и макроэкономики, которые дали богатую пищу для теоретических выводов относительно интенсивности такой взаимосвязи, особенностей ее

²² Schumpeter J. The Theory of Economic Development. – Cambridge: Harvard University Press, 1911; Schumpeter J. Theorie der wirtschaftlichen entwicklung. – Leipzig: Dunker & Humblot, 1912.

²³ Robinson J. The generalization of the general theory. / The rate of interest and other essays. – London: Macmillan, 1952.

²⁴ Lucas R. On the Mechanics of Economic Development. // Journal of Monetary Economics. 1988. Vol. XXII. P. 3 – 42.

проявления в различных странах и отраслях. Первой в серии этих исследований стала работа Роберта Кинга и Росса Левина 1993 года²⁵, тезисы которой задали основной тренд дискуссий о влиянии фондового рынка на макроэкономическое развитие в последующие годы. Особенно активной эта дискуссия стала после кризиса 1997 – 1998 гг. Значительный вклад в эти исследования внесли специалисты Мирового банка, которые начали проводить активные межстрановые сопоставления, позволившие выявить специфику влияния фондового рынка на макроэкономику в странах с развивающимися финансовыми рынками.

Данные эмпирические исследования показали, что существует жесткая устойчивая связь между уровнем развития финансовых рынков и долгосрочными темпами экономического развития. Такой вывод был основан на жесткой корреляции между индикаторами развития финансовых рынков и обобщающими характеристиками долгосрочного развития национальной экономики. В качестве индикаторов развития финансовых рынков использовались, как правило, такие показатели, как соотношение ликвидных (т.е. вовлеченных на финансовые рынки) обязательств и ВВП, соотношение депозитов коммерческих банков в центральном банке и совокупный внутренний кредит, соотношение кредитов, выданных предприятиям реального сектора экономики, и ВВП. В качестве обобщающих характеристик долгосрочного развития национальной экономики использовались показатели экономического роста, физического накопления основного капитала, изменение показателей экономической эффективности²⁶.

Серия исследований международных финансовых организаций по определению характера связи между показателями финансовой системы и темпами экономического роста, осуществленная на обширном эмпирическом материале и по разным уровням и направлениям исследования, также убедительно показала, что показатели развития финансовой системы тесно коррелируют с долгосрочными темпами экономического роста. Более того, эта связь носит устойчивый причинно-следственный характер²⁷.

В последующих исследованиях была более четко сформулирована основная идея данного направления развития экономической мысли: уровень финансового развития страны (в первую очередь уровень развития ее финансового рынка) прямо влияет на ее способность к экономическому росту²⁸.

²⁵ King R., Levine R. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. // *Quarterly Journal of Economics*. 1993. Vol. 108. P. 717 – 737.

²⁶ Там же.

²⁷ OECD Financial Sector review // Report # 17554–LAC. – 1998. May 27. P. 33.

²⁸ Guiso L., Sapienza P., Zingales L. Does Local Financial Development Matter? // *The Quarterly Journal of Economics*, August 2004. Vol. 119, # 3. Pp. 929 – 969. См. Также более ранние работы: Rajan R., Zingales L. Financial Dependence and Growth. // *The American Economic Review*. 1998. Vol. 88. # 3. P. 559 – 586; Levine R., Zervos S. Stock Market, Banks, and Economic Growth. // *The American Economic Review*. 1998. Vol. 88. P. 537 –

Дискуссия по вопросу взаимосвязи развития финансового рынка и макроэкономического развития привела к двум фундаментальным выводам:

1. Высокий уровень развития финансового рынка позитивно воздействует на макроэкономическое развитие за счет ускорения темпов экономического роста, способствует накоплению основного капитала, повышает эффективность общественного производства.
2. Особенно сильное воздействие на макроэкономику финансовые рынки оказывают в долгосрочном плане. Они в большей мере способствуют будущему экономическому развитию, в то время как воздействие на текущие показатели экономического развития ощущается слабее. Поэтому показатели развития финансовых рынков выступают в качестве качественных прогнозных показателей экономического роста на период 10–30 лет. Особенно сильное воздействие развитие финансовых рынков оказывает на процессы накопления основного капитала и на повышение эффективности производства.

Теоретические исследования выявили особую роль ликвидности финансового рынка. Ликвидность финансового рынка обладает наиболее тесной корреляцией с показателями макроэкономического развития. Изначально считалось, что размер финансового рынка, степень интеграции в мировой рынок капитала не столь тесно связаны с макроэкономическими показателями²⁹. Однако в дальнейшем были сделаны значимые уточнения природы взаимосвязи этих показателей с макроэкономическими показателями.

Исследования показали, что рост ликвидности финансового рынка приводит к повышению темпов экономического роста, накопления капитала, производительности труда. Ликвидность финансового рынка (измеренная такими показателями, как соотношение объема торговли и капитализации и соотношение объема торговли и валового внутреннего продукта) имеет значимую позитивную корреляцию с текущими и будущими темпами роста перечисленных выше макроэкономических показателей³⁰.

558; Bekaert G., Harvey C., Lundblad C. Does Financial Liberalization Spur Growth,” Duke University, Working Paper, 2001.

²⁹ Levine R., Zervos S. Stock Market, Banks, and Economic Growth. // The American Economic Review. 1998. Vol. 88. P. 537 – 558.

³⁰ Там же. Кроме того, см. более раннюю работу: Atje R., Jovanovic B. Stock Markets and development. // European Economic Review. 1993. April. P. 632 – 640.

Мировой опыт внедрения мегарегулирования на финансовом рынке

В теоретических дискуссиях и на практике проявились два альтернативных подхода к внедрению мегарегулирования.

Первый из них состоит в разграничении полномочий регуляторов отдельных секторов финансового рынка исходя из операций, осуществляемых финансовыми организациями – объектами регулирования. IOSCO и BIS рекомендуют в этом случае законодательно выделять т.н. «ведущего регулятора», который осуществляет регулирование финансового института в том случае, если он осуществляет свою деятельность на различных секторах финансового рынка, отнесенных к компетенции различных регуляторов³¹.

Другим способом разрешения данной проблемы является создание мегарегулятора государственного (или частно-государственного) органа регулирования, осуществляющего регулирование на всем финансовом рынке в целом.

Соответственно, в современном мире сложились две основные типовые модели организации регулирования финансового рынка в условиях все более широкого распространения финансовых конгломератов. Первая из них, основанная на разграничении полномочий регуляторов различных секторов финансового рынка и выделении, как правило, ведущего регулятора, может быть условно обозначена как «распыленная модель», т.е. модель, предполагающая распределение функций регулирования, контроля и надзора на различных секторах финансового рынка между различными органами регулирования (регуляторами). Вторая модель, предполагающая создание мегарегулятора, может быть условно обозначена как «концентрированная модель», т.е. модель, основанная на концентрации функций регулирования, контроля и надзора на всех секторах финансового рынка в рамках полномочий одного регулятора (мегарегулятора).

В настоящий момент существуют различные модели построения системы органов регулирования, контроля и надзора.

³¹ Supervision of Financial Conglomerates, Documents jointly released by the International Organization of Securities Commissions, the International Association of Insurance Supervisors and the Basle Committee on Banking Supervision. - February 1999.

Таблица 0–1. Модели регулирования на различных секторах финансового рынка в различных странах с крупными финансовыми рынками

	Банковский сектор	Финансовый рынок	Страховой сектор
Австралия	М***	М	М
Аргентина	ЦБ**	Ф	С
Бельгия	М	М	М
Бразилия	Б*	Ф*	С*
Великобритания	М	М	М
Израиль	ЦБ	Ф	С
Индия	ЦБ	Ф	С
Ирландия	ЦБ	ЦБ	ЦБ
Испания	ЦБ	Ф	С
Италия	ЦБ	Ф	С
Казахстан	М	М	М
Канада	БС	Ф	БС
Китай	ЦБ	Ф	С
Нидерланды	ЦБ/М	ЦБ/М	ЦБ/М
Норвегия	М	М	М
Португалия	ЦБ	Ф	С
Россия	ЦБ	Ф	С
США	ЦБ/Б	Ф	С
Франция	ЦБ/Б	Ф	С/ГА****
ФРГ	М/ЦБ	М	М
Чили	Б	ФС	ФС
Швеция	М	М	М
Ю.Корея	М	М	М
Южная Африка	ЦБ	ФС	ФС
Япония	М	М	М

В таблице используются следующие сокращения:

*Б, Ф, С – Специальные агентства по надзору за банковской (Б), финансовой (Ф) и страховой (С) деятельностью;

**ЦБ – Центральный банк;

***М – Мегарегулятор;

****ГА – Государственное агентство.

Существует определенная взаимосвязь между наличием мегарегулирования на национальном финансовом рынке и наличием возможности для коммерческих банков напрямую (т.е. без использования дочерних или аффилированных лиц) осуществлять операции на рынке ценных бумаг.

Таблица 0–2. Сопоставление модели регулирования и наличия для коммерческих банков возможности напрямую осуществлять операции с ценными бумагами

Страна	Наличие мегарегулятора	Возможность осуществления деятельности на рынке ценных бумаг для коммерческих банков	Совпадения
Австралия	Да	Да	+
Австрия	Да	Да	+
Аргентина	Нет	Да	-
Бельгия	Да	Да	+
Бразилия	Нет	Нет	+
Великобритания	Да	Нет	-
Германия	Да	Да	+
Гонконг	Да (*)	Да	+
Дания	Да	Да	+
Израиль	Нет	Нет	+
Индия	Нет	Нет	+
Ирландия	Да (**)	Нет	-
Испания	Нет	Да	-
Италия	Нет	Да	-
Казахстан	Да	?	?
Канада	Да (*)	Нет	-
Китай	Нет	Нет	+
Мексика	Да (*)	Нет	-
Нидерланды	Да	Да	+
Норвегия	Да	Да	+
Польша	Да	Нет	-
Португалия	Нет	Да	-
Россия	Нет	Да	-
США	Нет	Нет	+
Франция	Нет	Да	-
Чили	Да (*)	Да	+
Швеция	Да	Да	+
Южная Африка	Да	Да	+
Южная Корея	Да	Нет	-
Япония	Да (*)	Нет	-

(*) переходные модели.

(**) в качестве мегарегулятора выступает национальный банк.

Как видно из вышеприведенной таблицы, в большинстве случаев (16 из 39) наличие мегарегулирования предполагает и наличие для банков возможности прямого доступа на рынок ценных бумаг, либо отсутствие мегарегулирования означает наличие запрета банкам напрямую участвовать в операциях с ценными бумагами.

13 случаев несовпадений распадаются на 7 случаев, когда наличие мегарегулирования все-таки не считается достаточным механизмом ограничения системных рисков, и банки на рынок ценных бумаг не допускаются, и на 6 случаев, когда банки допущены на рынок ценных бумаг в отсутствие мегарегулирования. При этом

следует иметь в виду, что из 6 случаев 3 случая падают на страны, которые в течение последнего десятилетия переживали исключительно сильные кризисы на рынке ценных бумаг (Россия, Аргентина, Португалия).

Как представляется, на основе приведенных данных можно сделать вывод о том, что мажоритарное регулирование, с одной стороны, и ограничение прямого доступа банков на рынок ценных бумаг, с другой стороны, являются отчасти альтернативными механизмами предотвращения системных рисков на финансовом рынке.

«Концентрированная» модель

Особенно ярко потребность в формировании концентрированной модели регулирования проявилась в Европе. Необходимость определить принципы эффективного регулирования финансового рынка появилась в ходе разработки концепции регулирования финансового рынка объединенной Европы. В результате в докладе Ламфалусси были намечены подходы к формулированию мажоритарного регулирования, как одного из краеугольных камней эффективного регулирования финансового рынка³².

Директивы Европейского Союза, касающиеся регулирования рынка ценных бумаг, сегодня исходят из необходимости наличия на национальном финансовом рынке «единого компетентного регулятора» (single competent authority). Для реализации концепции единого компетентного регулятора в большинстве стран Европы осуществлена или осуществляется концентрация функций регулирования у регулятора финансового рынка. Такая концентрация осуществляется за счет перераспределения функций между органами государственного регулирования, а также за счет возложения на регулятора тех функций регулирования, которые ранее выполнялись институтами саморегулирования. Естественным следствием этого является относительное ослабление роли институтов саморегулирования на этапе создания эффективного регулирования финансового рынка, их более жесткое встраивание в систему регулирования, т.е. установление более жестких границ их функционирования.

Реализация принципа единства регулятора в целом не вызывает сомнения в современных дискуссиях о способах организации регулирования финансового рынка. Вместе с тем необходимо учитывать, что существуют различные варианты реализации этого принципа, нашедшие свое отражение в практике государственного регулирования ряда стран. Главный вывод концепции единства регулирования состоит в том, что регулирование финансового рынка во всех его аспектах должно быть возложено на единственный орган государственного регулирования, проводящий государственную

³² Lamfalussy Group. Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. - EC, May 2001.

политику на финансовом рынке. Исторический опыт в последние годы выявил и наиболее логически завершенную форму реализации данного принципа – создание мегарегуляторов финансового рынка.

Идея мегарегулятора имеет вполне четкие логические основания. Ведь, действительно, вопрос о единстве регулирования относительно прост в условиях, когда финансовый институт сосредоточен исключительно на операциях на финансовом рынке – в этом случае он подвержен регулированию со стороны регулятора этого рынка, который осуществляет такое регулирование в эксклюзивном порядке. Его решение предельно просто – не может быть двух регуляторов финансового рынка. Однако в тех случаях, когда объектом регулирования являются финансовые конгломераты, ситуация значительно сложнее.

В разных странах существуют различные вариации «концентрированной» модели. Среди великого разнообразия конкретных вариантов реализации «концентрированной модели» можно выделить следующие альтернативные:

- 1) концентрация функций регулирования контроля и надзора в едином органе, либо раздельное создание мегарегулятора в узком смысле и мегаконтролера (мегандзирателя);
- 2) слияние нескольких органов, осуществлявших ранее институциональное регулирование, в один, осуществляющий функциональное регулирование;
- 3) выбор в качестве базового органа один из ранее существовавших секторальных регуляторов (как правило, регулятора рынка ценных бумаг), либо создание мегарегулятора «с нуля».

Все эти альтернативные варианты реализации «концентрированной модели» встречались в реальной практике формирования мегарегуляторов в странах с развитыми и развивающимися рынками. Однако все эти вариации лежат в рамках одной модели, предполагающей концентрацию функций регулирования, контроля и надзора на всех секторах финансового рынка в едином центре принятия решений.

«Распыленная» модель

Модель, основанная на распределении функций регулирования, контроля и надзора на различных секторах финансового рынка между различными органами может рассматриваться как традиционная модель организации регулирования финансового рынка в течение почти 60-летнего отрезка истории с 30-х до 90-х годов XX века. Данная модель реализует принцип институционального регулирования, когда поднадзорность определялась исходя из «отраслевого» принципа: коммерческие банки регулировались регулятором банковского сектора, брокеры-дилеры – регулятором рынка капитала, страховые компании – регулятором страхового рынка и т.д.

Новые тенденции в регулировании финансового рынка, учитывающий фактор формирования финансовых конгломератов, модернизировали эту модель регулирования. Наиболее существенным направлением модернизации стало выделение «ведущего регулятора» применительно к каждому конкретному финансовому институту.

«Промежуточные» модели

В качестве промежуточных моделей мы выделяем те модели регулирования, контроля и надзора, которые не могут быть в полной мере определены как концентрированные модели, однако осуществляющие постепенное приближение к концентрированной модели. Промежуточные модели можно разделить на два подвида:

1) Модели, в которых существуют регуляторы, осуществляющие регулирование двух секторов.

2) Модели, в которых созданы мегарегуляторы, продолжающие в течение переходного периода делегировать часть функций по регулированию и/или контролю и надзору другим органам регулирования (другим государственным органам, либо зависимым органам, либо органам саморегулирования).

Следует особо остановиться на первом подвиде промежуточных моделей. Они являются определенной альтернативой и моделям с единым регулятором, и моделям со специализированными регуляторами. Типичными примерами служат регуляторы, в компетенции которых находятся банковская сфера и рынок ценных бумаг, а также регуляторы банковской и страховой сфер. Первые существуют в шести странах: Бельгии, Финляндии, Люксембурге, Мексике и Швейцарии, а вторые в четырех странах: Колумбии, Эквадоре, Парагвае и Перу. Регуляторы, охватывающие рынок ценных бумаг и страховые компании встречаются редко: в качестве примера можно привести Чили, Словакию и Южную Африку.

Обычно регуляторы, в компетенцию которых входят две сферы, чаще встречаются в довольно маленьких странах. В большинстве случаев они создаются в целях распространить регулирование на новый вид организаций, до этого нерегулируемый. Расширение обязанностей уже существующих регуляторов было наиболее простым и экономным способом решения этой проблемы. Еще одной причиной их создания является нехватка необходимых кадровых ресурсов для создания новых специализированных регуляторов. В любом случае такие «двойные» регуляторы не рассматриваются как оптимальная структура для повышения эффективности регулирования, в частности финансовых конгломератов.

Тенденции изменения моделей регулирования

Главное направление трансформации моделей регулирования, контроля и надзора в современном финансовом мире – консолидация регулирующих органов. Динамика этой трансформации приведена в Таблица 0–3.

Таблица 0–3. Последовательность перехода стран к централизованной (консолидированной) модели регулирования, контроля и надзора на финансовом рынке

Страны с развитыми финансовыми рынками	Год перехода	Страны с развивающимися финансовыми рынками	Год перехода
Норвегия	1986	Сингапур	1984
Канада (*)	1987	Южная Африка	1990
Дания	1988	Колумбия	1991
Австралия (**)	1989	Словения	1994
Швеция	1991	Корея	1998
Великобритания (***)	1997	Венгрия	1999
Япония (****)	1998	Латвия	2001
Люксембург	1998	Эстония	2002
Исландия	1999	Казахстан	2003
Мальта	2002	Болгария	2003
Германия	2002	Польша	2006
Бельгия	2002	Хорватия	2006
Голландия	2002	Чехия	2006
Австрия	2002		
Ирландия	2003		
Финляндия	2003		
Швейцария	2003		

(*) на федеральном уровне.

(**) мегарегулятор создан в 1989 году, в 1998 году на него возложены полномочия в сфере страхования, в 2002 году – в банковском секторе.

(***) мегарегулятор создан в 1997 году в результате слияния банковского надзора и надзора на рынке ценных бумаг, с 2004 года осуществляет контроль за страхованием.

(****) отдельный мегарегулятор и мегаконтролер.

Источники: Clive Briault. The Rationale for a Single National Financial Services Regulator // FSA OCCASIONAL PAPERS IN FINANCIAL REGULATION. Series № 2. 1999. May. Clive Briault. Revisiting the Rationale for a Single National Financial Services Regulator // FSA OCCASIONAL PAPERS IN FINANCIAL REGULATION. Series № 16. 2002. February. Данные после февраля 2002 года – ФСФР, ЦРФР.

Плюсы и минусы двух альтернативных моделей³³

Зарубежный опыт дал обширный материал по сравнению преимуществ и недостатков двух альтернативных моделей регулирования, контроля и надзора на финансовом рынке. В значительной мере в основе этого сравнения лежит вопрос о целесообразности передачи функций регулирования, контроля и надзора на финансовом рынке единому регулятору, или о целесообразности создания мегарегулятора. Дискуссия

³³ Приводится в изложении по следующему источнику: Эффективный рынок капитала. Экономический либерализм и государственное регулирование. / Под ред. Костикова И.В. Т. 1. – М.: Наука, 2004.

о целесообразности создания мегарегулятора началась с момента возникновения самой идеи мегарегулирования на финансовом рынке.

Исторически первое слово в этой дискуссии принадлежало сторонникам мегарегулирования. Единство регулирования всем финансовым рынком, по мнению сторонников концепции мегарегулятора, имеет свои преимущества. Сторонники использования мегарегулятора указывают на три группы преимуществ этого подхода³⁴:

- возможность использования экономии на масштабах;
- равенство регулирования;
- он соответствует пруденциальной логике регулирования.

Возможность экономии на масштабах возникает вследствие единства методов управления рисками на всех секторах финансового рынка. Экономия на масштабах проявляется в экономии издержек регулятора на осуществление регулятивных действий, направленных на сокращение риска на финансовом рынке.

Принцип равенства регулирования соответствует современному состоянию финансовых рынков. Уменьшение межстрановых и межсекторальных барьеров на пути переливов капитала ведет к росту межстрановой и межсекторальной конкуренции. Поэтому становится востребован единый подход к регулированию финансовых рынков вне зависимости от страны базирования и сектора. Финансовые институты, работающие в различных секторах финансового рынка, становятся все более взаимосвязаны.

В процессе формирования мегарегулятора в Великобритании также назывались такие преимущества, как ликвидация конфликта интересов между различными регуляторами и лучшее распределение регулятивных ресурсов³⁵. При этом уточняется, что наибольший выигрыш получают те участники финансового рынка, которые являются финансовыми конгломератами. Кроме того, по мнению сторонников этой концепции, формирование мегарегулятора может способствовать более эффективному предотвращению системных рисков.

Однако противники концепции мегарегулятора выдвигают свои контраргументы³⁶. Первый из них сводится к тому, что формирование мегарегулятора приводит к потере компетентности регулирования, а, следовательно, способствует снижению эффективности

³⁴ George McKenzie, Simon Wolf. Unification of Financial Regulatory Structures: the Case of Russian Federation. – The School of Management University of Southampton.

³⁵ Briault C. The Rationale for a Single National Financial Services regulator. // FSA, UK. – May 1999. P. 20 – 26.

³⁶ Более подробный разбор аргументов содержится в работах: DiGiorgio G., DiNoia C. Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal. Wharton Financial Institution Center. 2001. WP # 01-02; Vives X. Restructuring Financial Regulation in the European Monetary Union. // Journal of Financial Services Research. 2001. # 19. P. 57 – 82.

регулируемости³⁷. Экономия на масштабах оборачивается существенно большими потерями инвесторов в результате снижения качества регулирования вследствие дефицита компетентности.

Второй аргумент противников концепции мегарегулирования исходил из различия целей регулирования на различных секторах финансового рынка. Допуская возможность формирования мегарегулятора, они отмечают, что необходимым предварительным условием внедрения мегарегулятора должна стать унификация целей регулирования на различных секторах финансового рынка, обусловленная соответствующим уровнем интеграции этих секторов. В рамках традиционной системы регулирования фондового рынка регулятор должен исходить из того, что основная цель регулирования – защита инвесторов³⁸. Замена регулятора фондового рынка на мегарегулятора влечет изменение цели регулирования. Такое изменение особенно опасно в тех странах, где уровень защиты инвесторов еще недостаточен.

Третий аргумент, непосредственно связанный с предыдущим, делает попытку опровергнуть утверждение сторонников концепции мегарегулятора о единстве природы рисков на различных секторах финансового рынка. Напротив, эти риски должны быть различны для того, чтобы минимизировать риск системных кризисов. Снижая системный риск за счет стимулирования разделения рисков, регулирующие органы тем самым ослабляют объективные причины формирования мегарегулятора. Другими словами, эта аргументация противопоставляет формирование мегарегулятора минимизации системного риска.

И, наконец, существует практика внедрения мегарегулятора, и она трактуется сторонниками и противниками мегарегулирования в свою пользу. В частности, противники мегарегулирования говорят об отсутствии большого эффекта, на который рассчитывали сторонники концепции мегарегулятора, даже в случае внедрения «образцового», модельного мегарегулятора в Великобритании³⁹. Сторонники мегарегулирования, соглашаясь с тем, что внедрение мегарегулятора в Великобритании привело к ряду проблем, в то же время утверждают, что именно благодаря существованию «концентрированной модели» эти проблемы, являвшиеся «болезнями роста», удалось решить быстро и эффективно.

³⁷ DiGiorgio G., DiNoia C. Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal. Wharton Financial Institution Center. 2001. WP # 01-02.

³⁸ R. Dale, S. Wolfe. The Structure of Financial Regulation. // Journal of Financial Regulation and Compliance. Vol. 6. # 4. Pp. 326 – 350.

³⁹ Васильев С. Если политическая ситуация сложится благоприятно, власть сможет реализовать весьма радикальную программу. - http://www.opec.ru/point_doc.asp?d_no=43525

Нецелесообразность передачи функций мегарегулирования национальному банку

За исключением Сингапура и Ирландии центральные банки во всех странах, создавших единый регулятор, никогда не несли обязанность по осуществлению пруденциального надзора за отдельными банками. Поэтому необходимо тщательно исследовать причины такого развития. Существует много литературы по вопросу, должны ли центральные банки регулировать отдельные финансовые организации. Ниже представлены аргументы против сочетания проведения кредитно-денежной политики и обязательств по регулированию:

1. Центральный банк может быть подвержен конфликту интересов. Классическим примером является экономическая ситуация, когда для борьбы с инфляцией необходимо повысить процентные ставки. Однако повышение процентных ставок может негативно сказаться на финансовых условиях некоторых банков, в отношении которых центральный банк имеет регулятивные обязательства. В такой ситуации центральный банк может склоняться к ослаблению регулятивных норм.
2. Банкротство банков может нанести ущерб репутации центрального банка и его роли в кредитно-денежной политике.
3. Чем шире спектр обязательств центрального банка, тем сильнее будет желание государственных деятелей взять его под свой контроль. Это может привести к ослаблению функциональной независимости центрального банка при проведении им денежной политики и/или осуществлении регулирования организаций.

Основной аргумент в пользу объединения в рамках центрального банка кредитно-денежной политики и регулятивных обязательств заключается в том, что регулирование отдельных организаций дает центральному банку возможность лучшего понимания условий в отрасли финансовых услуг, что в свою очередь повышает его возможности по проведению кредитно-денежной политики. По этой причине Федеральный резервный Банк США некоторым образом вовлечен в регулирование банков, несмотря на наличие специализированных банковских регуляторов, как на федеральном, так и на региональном уровне.

На практике страны с едиными регуляторами подчеркивают необходимость тесного сотрудничества между центральным банком и регулятором. В этих странах центральные банки и регуляторы обеспечивают друг друга информацией, необходимой

для выполнения их функций. Обмен информацией помогает избежать дублирования отчетности финансовыми институтами.

Предотвращение системных рисков является законной целью финансового регулирования, и некоторые авторы научных трудов утверждают необходимость создания отдельного регулятора для этой цели. На практике большинство стран с единым регулятором возлагают ответственность за поддержание стабильности общей финансовой системы на центральный банк. Это требует от центрального банка осуществлять мониторинг и издавать отчеты об экономических и финансовых изменениях, происходящих как внутри государства, так и на международном уровне, а также выявлять какие-либо потенциальные угрозы для финансовой стабильности, которые могут вызвать такие изменения.

Иногда угроза для финансовой стабильности возникает после того, как банкротство одной финансовой организации ведет к тому, что население теряет доверие к другим нормально функционирующим организациям. Это больше всего ощущается на примере банков в связи с краткосрочным характером их обязательств. Однако инвестиционные и страховые компании также могут испытать на себе последствия такой ситуации. Системные кризисы опасны для нормального функционирования экономики и должны предотвращаться. В таких случаях соответствующим органам может понадобиться обеспечить "помощь кредитора последней инстанции"⁴⁰ для жизнеспособных финансовых институтов, для которых существует угроза закрытия вследствие общей паники.

Большинство европейских стран, создавших единые регуляторы, также решили и вопрос с помощью кредитора последней инстанции. С небольшими различиями в принятых подходах эти страны возлагают обязанность по предоставлению такой помощи в чрезвычайных обстоятельствах на центральный банк, а не на регулятора отдельных институтов. В какой-то степени такой подход отражает тот факт, что центральные банки могут предоставлять экстренные кредиты, в то время как регулирующие органы обычно не имеют необходимых ресурсов. В то же время следует отметить, что страны с едиными регуляторами признают необходимость тесного сотрудничества между министерством финансов, центральным банком и финансовым регулятором для сохранения финансовой стабильности. Большинство центральных банков не имеют полной свободы для предоставления таких кредитов, в Великобритании, например, такое кредитование требует согласования с министром финансов.

⁴⁰ Такую "помощь кредитора последней инстанции", предоставляемую при возникновении угрозы для стабильности системы, необходимо отличать от краткосрочной ликвидности, которую центральный банк обеспечивает для коммерческих банков в ходе своей повседневной деятельности.

Кризис 2007–2009 гг. еще раз поставил перед Европой вопрос о создании наднациональных органов регулирования и надзора на финансовом рынке. Рассмотрев плюсы и минусы создания системы как макро-, так и микро- пруденциального надзора на базе Европейского Центрального банка (ЕЦБ), Группа Ларозьера пришла к выводу о целесообразности усиления роли ЕЦБ в качестве основы для системы макропруденциального надзора, и нецелесообразности организации наднационального микропруденциального надзора на базе ЕЦБ. В результате такого вывода было принято решение о целесообразности создания в рамках ЕС нового надзорного органа – Европейского совета по системным рискам (European Systemic Risk Council – ESRC).

Формирование системного риска на финансовом рынке России

Основным каналом перетока рисков на финансовом рынке является тесная связь между банковским сектором и рынком ценных бумаг. Учитывая, что в настоящее время практически не существует барьеров, препятствующих перетоку рисков между этими секторами, именно данный процесс стал основным источником формирования системного риска на финансовом рынке.

Перераспределение риска между двумя основными секторами современного финансового рынка России осуществляется в следующих основных формах:

- посредством инвестиционных операций коммерческих банков на рынке ценных бумаг;
- посредством кредитования коммерческими банками операций с ценными бумагами;
- использованием банками возможностей рынка производных финансовых инструментов;
- активным предоставлением коммерческими банками инвестиционно-банковских услуг;
- посредством формирования финансовых холдингов, в состав которых входят коммерческие банки, брокерско-дилерские компании, управляющие компании, страховые компании и иные финансовые организации.

569 банков (около 53% всех кредитных организаций, имеющих право на осуществление банковской деятельности) имеют лицензию на осуществление брокерской деятельности, 549 банков (51%) имеют лицензию на осуществление дилерской деятельности, 417 банков (39%) имеют лицензию на осуществление деятельности по доверительному управлению ценными бумагами, 469 банков (44%) имеют лицензию на осуществление депозитарной деятельности. Всего лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг имеют 595 банков, что составляет 55% общего числа кредитных организаций.

Приведенные данные свидетельствуют о том, что значительная часть банковского сообщества вовлечена в операции с ценными бумагами. Выполняя функции профессионального участника рынка ценных бумаг, коммерческий банк накладывает риски, свойственные для посредника на инвестиционном рынке, на риски, свойственные для традиционной деятельности коммерческого банка (кредитование, финансирование лизинга, факторинг, расчетно-кассовое обслуживание и т.д.).

Коммерческие банки не являются, как правило, непосредственными активными участниками операций с акциями. Однако в периоды наиболее быстрого роста рынка акций, предшествующего коррекции рынка, как правило, наблюдается значительное увеличение активности коммерческих банков в инвестировании в акции. Именно так происходило в октябре – декабре 1997 года, когда рынок акций испытал двоекратное падение. Аналогичным образом доля банков в операциях с акциями увеличивалась в периоды роста рынка в 2006 – 2008 гг.. Следует отметить, что именно увлечение коммерческими банками операциями с акциями стало в 1929 году непосредственной причиной кризиса в США, подтолкнувшего американских законодателей к введению законодательного запрета на осуществление банками брокерско-дилерской деятельности.

Вместе с тем коммерческие банки являются основными участниками другого сегмента рынка эмиссионных ценных бумаг – рынка корпоративных облигаций. Банки предпочитают инвестировать в корпоративные облигации вместо того, чтобы анализировать риск заемщика и принимать его на себя. Тем самым происходит перенесение облигационных рисков на весь банковский сектор.

В настоящее время на финансовом рынке России коммерческие банки являются главными агентами по переносу рисков между различными секторами финансового рынка. Деятельность коммерческих банков в качестве посредника и в качестве инвестора на рынках акций и облигаций стирает барьеры между различными секторами финансового рынка, делает его абсолютно доступным для рисков, возникающих в банковском секторе. В результате этого иммунитет (устойчивость) финансового рынка к кризисам, в первую очередь к кризисам системного характера снижается.

Особенно опасной в настоящее время представляется тенденция концентрации рисков на одного клиента в случае кредитования банками своих клиентов, осуществляющих маржинальные операции с ценными бумагами. Контроль регулятора рынка ценных бумаг за выполнением коммерческими банками нормативов кредитования маржинальных операций при осуществлении ими брокерских услуг в настоящее время сильно затруднен. Поэтому вероятность нарушения этих нормативов весьма высока. По мнению ряда экспертов, многими банками данные нормативы нарушаются в 2 – 2,5 раза.

Аналогичное наложение рисков возникает в случае кредитования профессионального участника рынка, не являющегося кредитной организацией, который, выполняя брокерские услуги, предоставляет своим клиентам заемные средства на цели ведения операций с ценными бумагами. В отличие от предыдущей ситуации в данном случае риски первоначально распределяются между банком и брокером, однако, в случае наступления кризисной ситуации эти риски могут наложиться друг на друга.

И, наконец, в настоящее время в банковском секторе формируется дополнительный риск, связанный с резким увеличением объема кредитования населения. На основе данных социологических опросов можно сделать вывод о том, что физические лица, имеющие опыт привлечения кредитных ресурсов, в три раза более склонны к покупке акций. Это означает, что среди людей, взявших кредит, значительна доля тех, кто взял кредит на цели инвестирования в ценные бумаги. По различным экспертным оценкам, от 30 до 90% физических лиц, инвестирующих в акции, делают это с привлечением кредитных ресурсов. Поэтому в случае значительного ухудшения конъюнктуры на рынке ценных бумаг большое количество физических лиц будут испытывать затруднения с возвратом кредитов банкам. Учитывая, что доля физических лиц в общей структуре реципиентов кредитов приблизилась к $\frac{1}{4}$, такая ситуация может создать опасность системного кризиса банковской системы. Преодоление риска подобных ситуаций требует наличия единого надзорного органа на рынке ценных бумаг и на рынке банковских услуг.

Активное развитие рынка производных финансовых инструментов также формирует новые предпосылки системного кризиса. Наблюдаемое в течение последних 3 – 4 лет увеличение доли опционов в общем объеме открытых позиций на срочном рынке ценных бумаг указывает на вовлечение в срочные операции с ценными бумагами значительного количества хеджеров. В свою очередь, рост количества хеджеров повышает спрос на услуги гранторов (надписателей опционов), в число которых могут входить в настоящее время не только профессиональные участники рынка ценных бумаг, специализирующиеся на операциях с ценными бумагами, но и кредитные организации, специфика деятельности которых не предполагает принятия на себя повышенного риска, связанного с необходимостью исполнения опционов. В отсутствие единого регулирования всех секторов финансового рынка данные тенденции создают повышенный риск системного кризиса на финансовом рынке России.

С ростом объема инвестиций, привлекаемых российскими предприятиями на рынке ценных бумаг растет объем услуг инвестиционного бэнкинга (андерайтинг, финансовое консультирование). Среди 10 крупнейших организаторов на рынке корпоративных облигаций по итогам 2006 года 7 являются коммерческими банками. Среди 30 крупнейших организаторов – 23 банка. Наличие в составе лидеров инвестиционно-банковского бизнеса, осуществляемого на облигационном рынке, большого количества коммерческих банков формирует дополнительный канал трансляции риска с банковского сектора в секторы рынка ценных бумаг. В настоящее время не существует запретов на совмещение деятельности по кредитованию клиента и деятельности по организации

выпуска его долговых обязательств. Это означает, что не существует барьеров для переноса на рынок ценных бумаг кредитов низкого качества.

Наиболее сильным фактором формирования системного риска на финансовом рынке является создание финансовых холдингов (финансовых конгломератов). В странах с развитыми финансовыми рынками именно это обстоятельство традиционно указывается в качестве главной причиной создания единого органа регулирования, контроля и надзора на всем финансовом рынке. В России в последние годы процесс формирования финансовых холдингов становится все более заметным.

Из 15 крупнейших банков 11 входят в состав широко диверсифицированных финансовых холдингов, еще 2 банка имеют общих владельцев с брокерско-дилерскими или управляющими компаниями. В России сформировалось более 30 крупных финансовых групп, включающих, как правило, финансовые организации, предоставляющие профессиональные услуги, по крайней мере, на 2 сегментах финансового рынка. Строго говоря, это означает переход к конкуренции финансовых конгломератов на всем финансовом рынке, что традиционно называется главной предпосылкой перехода к мегарегулированию.

Финансирование органов мегарегулирования финансового рынка

Следует выделить три основных варианта финансирования, сложившиеся в мировой практике (которые в реальности могут комбинироваться):

- за счет средств государственного бюджета;
- за счет обязательных сборов и/или штрафов с поднадзорных организаций;
- за счет ресурсов национального банка (в том числе в случае передачи функций регулирования, контроля и надзора в банковском секторе от национального банка мегарегулятору).

Учитывая, что растущая сложность финансового рынка постоянно повышает требования к материальному и кадровому обеспечению регулятора финансового рынка, первый вариант финансирования регулятора в современном мире все чаще становится недостаточным. В большинстве стран с развитыми финансовыми рынками в настоящее время на первый план выходит вариант финансирования деятельности регулятора за счет обязательных сборов и/или штрафов с поднадзорных организаций.

Например, финансирование BAFin осуществляется за счет сборов и штрафов, взимаемых с поднадзорных организаций, независимо от федерального бюджета. Закон наделяет BAFin правом устанавливать размеры платежей, а также лиц, обязанных их уплачивать. В настоящее время минимальный размер платежа установлен в 250 евро. При этом надзор за банковской деятельностью финансируется кредитными институтами на 91% и на 9% иными институтами, оказывающими финансовые услуги, надзор за страховой деятельностью на 100% финансируется страховыми организациями, а торговля ценными бумагами финансируется кредитными институтами на 76%, иными институтами, оказывающими финансовые услуги – на 9%, эмитентами – на 10% и брокерами – на 5 %.

Аналогичным образом финансируются FSA и AMF.

Третий вариант финансирования деятельности регулятора встречается реже, однако он все чаще в последнее время используется в странах с развивающимися финансовыми рынками, в которых объем ресурсов, находящихся в распоряжении поднадзорных организаций, относительно невелик, а прибыль национального банка относительно велика (вследствие повышенной волатильности национальных рынков валюты и государственных ценных бумаг).

Примером успешной реализации третьего варианта финансирования регулятора финансового рынка является пример Агентства по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций Республики Казахстан, которое, будучи независимым

от Национального банка, тем не менее, финансируется за счет средств бюджета (сметы расходов) Национального банка Республики Казахстан.