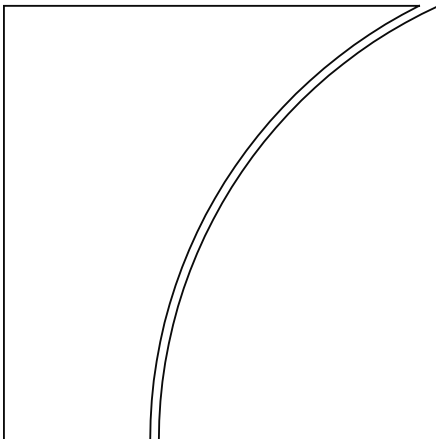




BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS



## Документы БМР № 75

### Долгосрочное финансирование: полезны ли фондовые рынки развивающихся стран?

Материалы переговоров высшего уровня между Банком России  
и Банком международных расчетов, 18–20 июля 2013 г.

Валютно-экономический департамент

Декабрь 2013 г.

Настоящий документ выражает взгляды его авторов, которые могут не совпадать с официальной позицией БМР.

Данный документ доступен на интернет-сайте БМР ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

*© 2013 г. Банк международных расчетов. Все права защищены. Небольшие отрывки могут быть воспроизведены или переведены с указанием источника.*

ISSN 1609-0381 (печатное издание)

ISBN 92-9131-982-1 (печатное издание)

ISSN 1682-7651 (электронный документ)

ISBN 92-9197-982-1 (электронный документ)

## Вступительное слово

Хайме Каруана (Jaime Caruana)

Цель этого семинара – расширить и дополнить дискуссии в ходе G20 по вопросам, относящимся к потокам капитала, которые представляют особый интерес для центральных банков. Председательствующий, господин Игнатьев, и председатель Банка России госпожа Набиуллина проявили огромный личный интерес к семинару, и сформулировали темы, которые позволили рассмотреть ключевые вопросы развивающихся рынков.

Мы рассмотрели три широкие темы. Первая – наилучшие способы реагирования на волатильные потоки капитала. Вторая тема – пути финансирования долгосрочных проектов, и третья тема – направления развития внутренних рынков капитала в странах с развивающейся экономикой. Для стимулирования дискуссии были привлечены эксперты из научных учреждений с целью подготовки коротких докладов по каждому вопросу, которые публикуются в данном сборнике. Председатели и заместители Председателей центральных банков активно участвовали в обсуждении каждого вопроса.

В ходе первого заседания было отмечено, что текущие потоки капитала значительно отличаются от идеальных случаев, которые рассматриваются в научной литературе. Но главный риск связан с внезапным изменением направления потоков капитала. Этот риск можно уменьшить тремя способами. Во-первых, надежная макроэкономическая политика и, что особенно важно, эффективные фискальные меры, а также низкий уровень инфляции составляют основу для распределения собственного капитала. Гибкий валютный курс также является частью макроэкономической политики. Во-вторых, для обеспечения устойчивости финансовой системы необходима активная макропруденциальная политика. В-третьих, необходимо проведение основных структурных реформ для увеличения производительности и сокращения экономических искажений. В некоторых случаях эти три основных элемента могут быть недостаточны, поэтому целесообразно обсудить, в каких чрезвычайных обстоятельствах и в течение какого времени может быть необходим прямой контроль потоков капитала.

В ходе второго заседания рассматривались связи между текущими реформами нормативно-правовой базы и устойчивым долговременным финансированием. В этом случае, безусловно, в краткосрочной перспективе могут возникать трудности. Например, в банковском секторе наблюдается тенденция ускорить выполнение требований Базель III по собственному капиталу, что вызывает беспокойство о сокращении банковского кредитования в некоторых секторах. Но главный урок финансового кризиса заключается в том, что только надежно капитализированные банки могут предоставлять кредитование на устойчивой основе.

Последняя, завершающая тема предусматривала рассмотрение развивающихся рынков капитала в странах с формирующейся рыночной экономикой. Развитие локальных рынков капитала зависит от различных направлений экономической политики и в большой степени от развития

эффективного локального банковского сектора. Действительно, по-видимому, существует взаимозависимость между рынками капитала и банками.

Дискуссии в ходе этого семинара убедительно продемонстрировали взаимосвязь экономических политик. Денежно-кредитная политика лишь одна из них. На фоне чрезвычайно важной роли центральных банков в управлении потоками капитала, государственные органы обязаны проводить реформирование нормативно-правовой базы, структурные реформы, и обеспечивать финансовую устойчивость в интересах достижения долгосрочного экономического роста. В настоящее время, основной риск заключается в перегрузке центральных банков различными целями экономической политики: успешный контроль инфляции не означает, что центральные банки располагают магическим средством достижения всех экономических целей.

# ПРОГРАММА

Пятница, 19 июля 2013 года

- 09:30–09:40      **Вступительное слово**
- Набиуллина Э. С.**, Председатель, Банк России  
**Хайме Каруана**, Генеральный директор, Банк международных расчетов
- 09:40–11:00      **ЗАСЕДАНИЕ I: «Управление волатильностью потоков капитала и обменных курсов»**
- Председатель:  
**Стивен Чеккетти**, Экономический советник, Начальник, Денежно-кредитный и экономический отдел, Банк международных расчетов
- Докладчики:  
**Эсвар Прасад**, Профессор, Корнелльский университет  
**Эрдем Башчи**, Председатель, Центральный банк Турции  
**Швецов С. А.**, заместитель Председателя, Банк России
- Дискуссия
- 11:00–11:20      Общая фотография и перерыв на кофе
- 11:20–12:30      **ЗАСЕДАНИЕ II: «Роль финансовой системы и особенности ее взаимодействия с реальной экономикой»**
- Председатель:  
**Иванова Н. Ю.**, заместитель Председателя, директор, Сводный экономический департамент, Банк России
- Докладчики:  
**Жан-Пьер Ландо**, профессор, Институт политических исследований  
**Томас Йордан**, Председатель, Управляющий совет, Национальный банк Швейцарии
- Дискуссия
- 12:30–13:30      **Обед**

13:30–14:40

**ЗАСЕДАНИЕ III: «Инфраструктура национальных финансовых рынков»**

Председатель:

**Чистюхин В. В.**, директор, Департамент финансовой стабильности, Банк России

Докладчики:

**Лилиана Рохас-Суарес**, старший научный сотрудник, Центр глобального развития

**Эрнандо Варгас**, заместитель Председателя, Банк Республики Колумбия

Дискуссия

14:40–14:50

**Заключительное слово**

**Иванова Н. Ю.**, заместитель Председателя, директор, Сводный экономический департамент, Банк России

**Хайме Каруана**, генеральный управляющий, БМР

## СПИСОК УЧАСТНИКОВ

<b>ФИО</b>	<b>Организация</b>	<b>Должность</b>
АЛХЕЛАИССИ Абдулазиз	Валютное агентство Саудовской Аравии	Заместитель управляющего
БАШЧИ Эрдем	Центральный банк Турции	Управляющий
БИШОФБЕРГЕР Карлхайнц	Немецкий федеральный банк	Начальник, Департамент финансовой стабильности
БОГОВ Димитар	Национальный банк Республики Македония	Управляющий
БОХНЕЦ Дарко	Банк Словении	Заместитель управляющего
ВАНСТЕНКИСТЕ Изабель	Европейский центральный банк (ЕЦБ)	Начальник управления, Департамент международных и европейских отношений
ВАРГАС Эрнандо	Банк Республики Колумбия	Заместитель управляющего
ВУЙЧИЧ Борис	Национальный банк Хорватии	Управляющий
ГРЕВЕ Герман	Банк международных расчетов (БМР)	Секретарь, Совет директоров
ГУЭРРА Альфонсо	Банк Мексики	Директор, Департамент международных связей
ДомбреТ Андреас	Немецкий федеральный банк	Член Исполнительного совета
ДУРАН Хулио	Банк Испании	Руководитель, Офис управляющего
ИВАНОВА Надежда Юрьевна	Банк России	Заместитель Председателя – директор, Сводный экономический департамент
ЙОРДАН Томас	Национальный банк Швейцарии	Председатель, Управляющий совет
КАРРЕРА Хорхе	Центральный банк Аргентины	Начальник, Департамент экономических исследований

<b>ФИО</b>	<b>Организация</b>	<b>Должность</b>
Каруана Хайме	БМР	Генеральный управляющий
КАШТУРОВ Александр Владимирович	Банк России	Директор, Департамент операций на финансовых рынках
КИМ Юн	Банк Кореи	Заместитель управляющего
КИССЕЛЕВСКИ Борис	Банк Франции	Представитель в Российской Федерации
КОЗАРИЧ Кемал	Центральный банк Боснии и Герцеговины	Управляющий
КОЛЕТТИ Дональд	Банк Канады	Начальник, Департамент международного экономического анализа
КОННОРС Томас	Федеральная резервная система США	Заместитель директора, Департамент международных финансов
КОСТА Карлос	Банк Португалии	Управляющий
КОЭН Бенджамин	БМР	Советник, Департамент по денежно-кредитным и экономическим вопросам
ЛАНДО Жан-Пьер	Институт политических исследований, г. Париж, Франция	Профессор
ЛЕ ЛОРЬЕ Анна	Банк Франции	Заместитель управляющего
ЛИНДЕ Луис	Банк Испании	Управляющий
МЕЧКОВА Галина Владимировна	Банк России	Заместитель руководителя, Секретариат Председателя
МОММА Кадзуо	Банк Японии	Заместитель управляющего
МОРГУНОВ Вячеслав Иванович	Банк России	Директор, Департамент исследований и информации



<b>ФИО</b>	<b>Организация</b>	<b>Должность</b>
МОСС Франк	ЕЦБ	Генеральный директор, Департамент международных и европейских отношений
МЮЛЛЕР Мадис	Банк Эстонии	Заместитель управляющего
МЮРРЕЙ Джон	Банк Канады	Заместитель управляющего
НАБИУЛЛИНА Эльвира Сахипзадовна	Банк России	Председатель
ПЕРЕЙРА ДА СИЛЬВА Луис	Центральный банк Бразилии	Заместитель управляющего
ПРАСАД Эсвар	Корнелльский университет, г. Итака, штат Нью-Йорк, США	Профессор
РАМОС-ФРАНСИА Мануэль	Банк Мексики	Заместитель управляющего
РОХАС-СУАРЕС Лилиана	Центр глобального развития, г. Вашингтон, округ Колумбия, США	Старший научный сотрудник
РУСЕЛИС Андрис	Банк Латвии	Заместитель управляющего
САЛИХОВИЧ Алмир	Центральный банк Боснии и Герцеговины	Руководитель, Офис управляющего
САМЕЦКИ Павел	Национальный банк Польши	Директор, Международный департамент
СИМАНОВСКИЙ Алексей Юрьевич	Банк России	Первый заместитель Председателя
СИНЬОРИНИ Луиджи	Банк Италии	Заместитель генерального директора, Управляющий совет
ТАКАТС Элод	БМР	Старший экономист, Департамент по денежно-кредитным и экономическим вопросам
ТАЛЫБОВ Азер Муталимович	Банк России	Руководитель, Секретариат Председателя

<b>ФИО</b>	<b>Организация</b>	<b>Должность</b>
ТАТАРИНОВ Сергей Владимирович	Банк России	Директор, Департамент внешних и общественных связей
УЭХАРА Хирото	Банк Японии	Руководитель группы, Международный департамент
ФЛУГ Карнит	Банк Израиля	Исполняющий обязанности управляющего
ХАККАРАЙНЕН Пентти	Банк Финляндии	Заместитель управляющего
ХАМПЛ Моймир	Национальный банк Чехии	Заместитель управляющего
ХЕ Цзяньсюн	Народный банк Китая	Генеральный директор, Международный департамент
ХО Корин	БМР	Советник генерального управляющего
ЧЕККЕТТИ Стефан	БМР	Экономический советник – начальник, Департамент по денежно-кредитным и экономическим вопросам
ЧЖОУ Сяочуань	Народный банк Китая	Управляющий
ЧИСТЮХИН Владимир Викторович	Банк России	Директор, Департамент финансовой стабильности
ШВЕЦОВ Сергей Анатольевич	Банк России	Заместитель Председателя
ЭРДОГАН Омер	Центральный банк Турции	Руководитель группы, Департамент общественных и международных связей

## Содержание

Предисловие .....	iii
Программа .....	v
Список участников .....	vii

### Сессия I: «Управление волатильностью потоков капитала и валютных курсов»

Управление волатильностью потоков капитала, Ишвар Прасад (Eswar Prasad) .....	1
--	---

### Сессия II: «Роль финансовой системы и взаимодействие с реальным сектором экономики»

Делеверидж, долгосрочное финансирование и повестка G20, Жан-Пьер Ландо (Jean-Pierre Landau) .....	7
--	---

### На пути к более устойчивым и стабильным рынкам капитала в странах с развивающейся рыночной экономикой

На пути к более устойчивым и стабильным рынкам капитала в странах с развивающейся рыночной экономикой, Лилиана Рохас-Суарес (Liliana Rojas-Suarez) .....	15
---	----



# Управление волатильностью потоков капитала<sup>1</sup>

Ишвар Прасад (Eswar Prasad)<sup>2</sup>

## Аннотация

В настоящей статье рассматриваются масштабные проблемы, с которыми сталкиваются страны с формирующейся рыночной экономикой в области управления волатильностью потоков капитала. В статье изложены концептуальные подходы к оценке отклонений от идеальных условий, при которых потоки капитала обладают желаемыми характеристиками, а также категоризации причин, которые могли бы объяснить эти отклонения.

Ключевые слова: Волатильность потоков капитала, эффект взаимозависимости направлений политики (эффект «spillover»), денежно-кредитная политика

Классификация JEL: E5, E6, F4

<sup>1</sup> на совместном семинаре высокого уровня БМР и Банка России состоявшегося в Москве 19 июля 2013 года.

<sup>2</sup> Корнельский университет и Институт Брукингса.

В настоящей статье в общих чертах изложен подход к решению масштабных проблем, с которыми сталкиваются разработчики стратегий для формирующихся рынков в связи с волатильностью потоков капитала. В статье рассматриваются три аспекта. Во-первых, характеристики потоков капитала в идеальном мире в условиях эффективного функционирования рынков, причины отклонения сложившейся ситуации от этого сценария, и способы анализа существующих проблем в интересах обеспечения их дальнейшего успешного разрешения.

В принципе, с точки зрения теории, волатильность потоков капитала не представляет собой негативное явление. Фактически, как следует из теории, потоки капитала должны быть волатильными. Они должны быть волатильными с точки зрения компенсации условий внутреннего бизнес-цикла. Если экономика той или иной страны действительно разделяет риск с остальными странами мира, приток капитала в нее должен происходить даже в случае замедления темпов ее роста. При эффективном функционировании экономики, приток капитала должен сокращаться. Проблема заключается, конечно, в том, что потоки капитала являются излишне волатильными, и их волатильность принимает абсолютно неверное направление. Потоки, как правило, носят проточный, а не контрциклический характер.

Необходимо определить критерий, который помог бы рассмотреть следующие два вопроса – во-первых, как потоки капитала будут выглядеть в идеальном мире, и, во-вторых, как измерить именно избыточную, а не нормальную волатильность. Эти вопросы будут рассмотрены с точки зрения разработчиков стратегии для формирующихся рынков.

Идеальная экономика со свободным движением капитала обладает следующими характеристиками. Во-первых, это относительно стабильные потоки капитала, обладающие нужными характеристиками. В некоторых моих исследованиях говорится о том, что хотя деньги, безусловно, играют важную роль, когда речь идет о притоке капитала на формирующиеся рынки, не менее, а возможно, и более важны не прямые сопутствующие преимущества, связанные с этими деньгами: специальные знания в области технологий и корпоративного управления, а также способность развивать финансовые рынки.

Во-вторых, в идеальном мире потоки капитала определяются главным образом макроэкономическими показателями, такими как рост производства, производительность труда и процентные ставки. В-третьих, потоки капитала должны сглаживать условия бизнес-цикла внутри экономики, как упоминалось ранее. Это означает, что чистый приток должен носить контрциклический характер. В-четвертых, потоки капитала должны проходить через достаточно эффективно регулирующую среду, как на внутренних, так и на международных финансовых рынках. И в-пятых, с точки зрения формирующихся рынков, для стран с развитой экономикой характерна относительно эффективная политика.

В соответствии с этой системой критериев, каким образом можно охарактеризовать ситуацию? Следует отметить определенный прогресс. Если проанализировать характер притока капитала в страны с формирующейся рыночной экономикой, можно отметить значительное улучшение характеристик в течение определенного периода времени.

Многие формирующиеся рынки столкнулись с кризисом в 1980-х и 90-х годах, разумеется, по причине значительного притока денег в виде

краткосрочного долга в иностранной валюте. А долг, как всем хорошо известно, это не идеальный тип капитала, особенно с коротким сроком погашения и в иностранной валюте. В этом случае возникает множество рисков, но при этом отсутствует большинство косвенных выгод, упомянутых ранее.

В течение последнего десятилетия наблюдается резкий сдвиг в балансах внешних расчетов у формирующихся рынков. В среднем более 50% внешних обязательств формирующихся рынков в настоящее время приходится на прямые иностранные инвестиции. С учетом портфеля акций эта доля увеличивается почти до 60%. Это фундаментальное изменение, которое не только делает капитал более стабильным, но также имеет хорошие характеристики распределения рисков.

Другими словами, при неэффективном функционировании экономики с точки зрения циклического развития, а также при понижении обменного курса в соответствии с ожиданиями, прямые инвесторы и портфельные инвесторы из-за рубежа разделяют убытки так же, как и отечественные инвесторы. Разумеется, не стоит придавать этому различию слишком большое значение. В конце концов, большинство формирующихся рынков подверглись влиянию крайне волатильных потоков капитала в виде притока портфельных активов. Но, тем не менее, даже в этой ситуации экономики этих стран не становятся уязвимыми перед болезненным кризисом, подобным тому, с которым столкнулись формирующиеся экономики благодаря их прежней зависимости от долга. Таким образом, в этом направлении также был достигнут определенный прогресс.

К сожалению, во многих отношениях на этом прогресс и закончился. Потоки капитала на формирующиеся рынки по-прежнему во многом носят проциклический характер. В-третьих, если рассматривать, были ли данные потоки капитала обусловлены макроэкономическими показателями, то складывается впечатление, что имеет место значительное расхождение, по меньшей мере, в краткосрочной перспективе, между основными долгосрочными макро-показателями и очень краткосрочными факторами, которые все еще сильно зависят от настроений на рынке. Данные факторы постоянно меняются, их трудно определить четко, кроме того, они практически не поддаются влиянию изменений в политике.

И, конечно, в области регулирования финансовых рынков, наблюдается улучшение, однако, недостаточное для того, чтобы служить эффективным защитным барьером для формирующихся рынков. Кроме того, с точки зрения формирующихся рынков, политика развитых экономик превратилась в источник скорее риска, чем стабильности в мировой экономике.

Изложив критерии и охарактеризовав расхождения между этими критериями и существующим положением вещей, необходимо обдумать варианты стратегических решений. Но прежде чем сделать это, требуется обозначить источники сбоев по отношению к данным критериям.

Можно выделить три типа сбоев. Первый — сбой рыночного механизма. Второй — неэффективная политика. И третий — институциональная неэффективность. Различие между этими тремя типами сбоев не столь очевидно, как я обозначил ниже, но в общем виде данная типология вполне может найти свое применение.

В известном смысле проще всего ученым-экономистам выявить сбои рыночного механизма. Такие сбои могут иметь место, например, в случаях «стадного» поведения из-за информационной асимметрии на рынках, или из-за условий компенсации для инвестиционных менеджеров в финансовых компаниях. Такие проблемы относительно легко преодолимы, поскольку понятно, по крайней мере, какие меры следует предпринять, даже если возникают определенные трудности при их реализации, учитывая невероятное сопротивление со стороны тех, кого устраивает существующее положение, и кто не желает менять настоящую систему финансового регулирования.

Далее следует проблема, связанная с неэффективностью политики. Необоснованная макроэкономическая политика и непоследовательная или неэффективная политика финансового регулирования может способствовать повышению рисков, связанных с волатильностью потоков капитала. В этом случае поиск путей решения проблемы не представляется затруднительным, даже если их реализация может вызывать определенные сложности. Можно привести в пример определенные разновидности политики, скажем, политику финансового регулирования, которая может обеспечить продуктивное использование потоков капитала, поступающих в экономику. Макропруденциальные нормативы по существу представляют собой инструмент, который обеспечивает приток капитала в наиболее продуктивные каналы и помогает отечественным инвесторам извлечь выгоду за счет распределения риска через отток капитала, который способствует диверсификации их портфелей.

В этом случае все немного сложнее, но можно рассмотреть определенную политику, обеспечивающую более оптимальное соотношение между затратами и выгодой за счет организации потоков капитала. Разработка политики предусматривает не только разработку принципов регулирования, но также и эффективное планирование макроэкономической политики, повышение эффективности функционирования финансовых рынков за счет стимулирования развития финансового рынка, внедрения эффективной системы регулирования и налогово-бюджетной политики.

Третий источник противоречий между теорией и практикой является ключевым. Эта категория определена здесь как институциональная неэффективность, которая, в свою очередь, имеет два аспекта — внутренний и международный.

Во-первых, на внутригосударственном уровне первостепенное значение имеет задача по обеспечению равновесия при реализации различных политик. Большинство центральных банков теперь получают многочисленные мандаты с расширенными функциями. Я рассматриваю это как настоящий сбой на институциональном внутригосударственном уровне. Проблема заключается в том, что денежно-кредитная политика превратилась в единственный, самый важный механизм государственного управления. В настоящее время в странах с развитой экономикой усилия разработчиков политики в основном направлены на совершенствование денежно-кредитной политики с целью предотвращения финансового кризиса и обеспечения экономического роста, хотя современные условия требуют принятия решений в отношении налогово-бюджетной и структурной политик.

В этой связи я рассматриваю эти факты, в определенном смысле, как сбой на институциональном уровне. Дело не в том, что денежно-кредитная политика функционирует неэффективно, а в том, что ее действие ограничено в



связи с реализацией других направлений политики. Существует потребность внести изменения на институциональном уровне для обеспечения согласованности при реализации различных направлений политики.

Вторым аспектом является институциональная система на международном уровне. Сложность ситуации заключается в том, что углубление финансовой интеграции может привести к усилению эффекта взаимозависимости (эффект «спилловер») между решениями в области политики, принимаемыми в странах с развитой экономикой и странах с формирующимися рынками. В настоящее время не существует надлежащего механизма управления взаимозависимостью эффектов экономической политики. Логичным представляется передать центральным банкам дополнительную функцию по анализу эффекта взаимозависимости политики, проводимой центральным банком, с другими направлениями экономической политики, однако, вероятно, это только усложнит и без того непростую жизнь этих учреждений.

В конечном итоге, ничего не остается, как решать данные вопросы с помощью более формального подхода к анализу эффекта взаимозависимости и структуры управления международных организаций, легитимность которых необходимо усилить, если целью действительно является эффективное коллективное решение проблем, связанных с макроэкономической политикой.

Отсутствие эффективного глобального управления имеет серьезные последствия для потоков капитала. Развивающиеся экономики считают, что им следует накапливать больше резервов, и это заставляет их покупать государственные облигации стран с развитой экономикой для их использования в качестве безопасных активов, обеспечивающих достаточный уровень защиты от волатильных потоков капитала. Во время финансового кризиса и до его начала стало ясно, что спрос на безопасные активы для формирующихся рынков растет. В период после финансового кризиса, традиционные нормативы достаточности резервов остались в прошлом. Мнение, что чем больше резервов, тем лучше, даже несмотря на цену и последствия накопления этих резервов, все больше и больше укореняется в умах разработчиков экономической политики в странах с формирующимися рынками.

По мере роста спроса на безопасные активы, их объем значительно сократился. Стало ясно, что не все облигации стран зоны евро абсолютно одинаковы с точки зрения оценки риска неисполнения обязательств и других характеристик. Более того, в таких странах, как Япония и Швейцария, наблюдается увеличение спроса на безопасные активы, при этом их объем сокращается. Спрос на безопасные активы в частном секторе вырос, возможно, по правильным причинам, но это случилось на волне суверенного спроса. И действительно, небольшая группа стран с развитой экономикой стали основными поставщиками безопасных активов, Соединенные Штаты, конечно же, являются ярким примером. Неразумной представляется ситуация, в которой институциональная структура на международной арене заставляет формирующиеся рынки рассматривать формирование резервов как единственную возможность страхования от возможных рисков.

Такие меры, как контроль движения капитала, могут способствовать формированию определенного резерва прочности в краткосрочной перспективе, однако, в конечном итоге, необходимо понять характер взаимозависимости между тремя категориями сбоев и постараться не использовать для их урегулирования один и тот же набор инструментов,

который в итоге может помешать увидеть реальную проблему. Когда основные сбои возникают в рамках внутренней экономической политики, им следует противодействовать с помощью применения соответствующих мер, при этом не рассматривать проблему как внешнюю, которую необходимо решить с помощью такого механизма, как, например, контроль движения капитала. И наконец, до тех пор, пока недостатки национальной и международной институциональной структуры не будут исправлены, меры государственной экономической политики, а также меры, направленные на улучшение функционирования финансовых рынков, даже при своей необходимости, не смогут исправить ситуацию.

## Делеверидж, долгосрочное финансирование и повестка G20

Доклад на Совместном семинаре высокого уровня Банка международных расчетов-Банка России, состоявшемся в Москве в июле 2013 года

Жан-Пьер Ландо (Jean-Pierre Landau)

Стимулирование долгосрочного финансирования является основной целью политики, лежащей в основе текущей повестки G20. В наступающем десятилетии миру потребуются значительные инвестиции в инфраструктуру, производство энергии и жилищно-коммунальное хозяйство. Имеются серьезные основания для опасений, что современные структуры финансирования не отвечают поставленным задачам, а финансирование может сыграть роль скорее сдерживающего фактора, нежели движущей силы и поддержки реализации долгосрочных проектов.

Дискуссии о политике охватывают множество аспектов, при этом некоторые из них являются довольно сложными и противоречивыми. Причины и последствия «недальновидности» в сфере финансовых рынков обсуждаются очень широко, наряду с необходимостью реформирования системы стимулирования и корпоративного управления. (Кау (2011)). На настоящий момент не достигнут консенсус в отношении последних изменений нормативно-правовой базы, а именно Базеля III и Solvency II, по вопросам их возможного негативного воздействия на долгосрочных инвесторов.

Более детальное обсуждение этих вопросов не предусмотрено в рамках такого краткого доклада. В данном докладе представлены лишь некоторые соображения по двум конкретным вопросам: во-первых, в отношении текущего процесса делевериджа в ряде стран с развитой экономикой, и во-вторых, о роли, которую этот новый финансовый инструмент может играть в сфере стимулирования долгосрочного финансирования и инвестиций.

### Делеверидж и инвестиции

Можно рассмотреть следующую головоломку. Текущая финансовая ситуация исключительно благоприятна для инвестиций. Даже после недавних повышений реальные процентные ставки сохраняются на исторически низком уровне, и по большинству оценок премия за риск инвестиций в долгосрочные, неликвидные активы является отрицательной. Доли прибыли в ВВП достигли рекордных высот в странах с развитой и формирующейся рыночной экономикой. Тем не менее, темпы роста капиталовложений сократились на 2–4 пункта от ВВП по сравнению с 2009 годом. И, самое главное, компании создают резервы наличных денег в небывалых ранее масштабах: около 2,8 триллиона долларов США в Японии, 1 триллион долларов США в Европе и 1,5 триллиона

долларов США в Соединенных Штатах. Объем резервов наличных денег, принадлежащих компаниям Великобритании, превышает стоимость их предприятий и оборудования (Кау (2011)). Остается полной загадкой – почему фирмы стремятся запастись в столь больших количествах «мертвые деньги», говоря словами тогдашнего Управляющего банком Канады Марка Карни.

В соответствии с наиболее распространенным толкованием, страны с развитой экономикой в настоящий момент подвержены «балансовой рецессии» (Коо (2009)), при которой наиболее приоритетная задача частного сектора состоит в сокращении долга и консолидации баланса. Подобная закономерность, при которой накопления используются исключительно для сокращения долга, будет препятствовать росту капиталовложений до тех пор, пока не произойдет существенное снижение доли заемного капитала (делеверидж). Однако факты не поддерживают в полной мере такое объяснение. В действительности компании выпускают новые долговые обязательства – в том числе высокодоходные облигации – в больших объемах, кроме того, они используют значительную часть полученных средств (приблизительно две трети) либо для погашения существующего долга, либо для осуществления выплат дивидендов держателям акций, а также выкупа акций. (Stein (2013)). Таким образом, в то время как финансовые посредники действительно осуществляют делеверидж, почти все нефинансовые компании одновременно выпускают долговые обязательства и создают резервы наличных денег, то есть их поведение свидетельствует о сильной заинтересованности в получении ликвидных средств.

Одно из возможных объяснений этих тенденций – это вывод, что они явились результатом небывало высокой общей неопределенности; и что эта неопределенность, возможно, порождается (частично) самим процессом делевериджа.

Большинство аналитиков придерживаются детерминистских взглядов на делеверидж. Делеверидж рассматривается как предопределенный процесс, который будет иметь определенный и достаточно хорошо известный конечный результат. Исторический опыт и предшествующие события используются в качестве базовых критериев и ориентиров, чтобы определить допустимый уровень долга и леввериджа, и сделать вывод о том, что в условиях развитых стран этот процесс только начался.

На самом деле делеверидж совсем не является детерминированным процессом. Его динамика и результат очень сильно зависят от того, как этот процесс будет проходить. В зависимости от того, как делеверидж будет осуществлен, общие убытки для экономики могут быть различными. Делеверидж в первую очередь является координационной проблемой (Buiter and Rabati (2012)). Делеверидж, проведенный одним хозяйствующим субъектом, оказывает внешнее воздействие на других. Например, когда домохозяйства сокращают свой долг, положение фирм ухудшается, что, возможно, приведет к сокращению их балансов. Делеверидж банков приведет к финансовым ограничениям для нефинансовых хозяйствующих субъектов. С учетом этих внешних факторов разница между предложением заемных средств и ограничением потребности в них представляется довольно гипотетической. Ограничения в предложении заемных средств в одной отрасли экономики ведет к сокращению заимствований в другой отрасли экономики. Для того, чтобы процесс делевериджа носил упорядоченный характер, необходимо, чтобы множество юридических лиц использовали взаимно согласующиеся

пути урегулирования с целью достижения нового равновесия на основе уменьшенного долга. Это может оказаться очень сложной задачей.

В частности, сохраняются трудности в определении оптимального пути между двумя противоположными стратегиями для финансового сектора: во-первых, очень быстрая корректировка баланса, с возможным существенным уменьшением объемов кредитования и сокращением производства в краткосрочной перспективе; во-вторых, более прогрессивная корректировка, которая подразумевает некоторую «отсрочку реагирования», без принятия немедленных мер воздействия, но при этом возникает существенный риск нерационального использования ресурсов, длительного экономического застоя и прогрессирующего зомбирования финансового сектора. Цена этой второй стратегии хорошо известна, и наглядно продемонстрирована опытом Японии в течении ее «потерянного десятилетия»: отсроченное признание убытков ведет к сохранению неэффективных производственных структур, и, в конечном итоге, сокращает общую производительность факторов производства и сам экономический рост. Для первой стратегии не существует таких фактических данных. Баланс между затратами и доходами может зависеть от того, насколько быстро восстановится рост после резкого делевериджа в банковском секторе. Интуитивно, доходы будут более существенными, если доля банков в финансовом посредничестве будет меньше, и если другие источники спроса (в том числе, налоговая политика) будут динамичными. Самое вероятное, что оптимальный путь пролегает где-то между этими двумя противоположно направленными стратегиями.

Поскольку путь не является ясным, а общая сумма убытков обусловлена внутренними факторами, делеверидж также имеет присущую ему неопределенность. В свою очередь неопределенность заставляет банки проводить делеверидж еще агрессивнее, поскольку качество их кредитных портфелей снижается. Эта круговая взаимосвязь и взаимообусловленность делевериджа и неопределенности порождает ведущую вниз спираль, в ловушке которой находятся в настоящее время многие страны с развитой экономикой, особенно европейские.

Государственные органы власти имеют в своем распоряжении разнообразные инструменты, с помощью которых могут способствовать снижению неопределенности и координации ожидаемых действий для достижения равновесия, к которому они стремятся прийти.

Система финансового регулирования была значительно реформирована после кризиса, причем с Базелем III были внесены наиболее существенные изменения в требования к капиталу и ликвидности. Исследования выражают согласие по поводу значительных долгосрочных преимуществ соглашения, однако делают различные выводы относительно краткосрочных последствий, в зависимости от подходов к переходному процессу. Чтобы избежать нежелательных последствий, было решено определить масштабные цели и предоставить банкам более длительное время на их поэтапное достижение. Фактически такое решение обусловило наличие периода, для которого характерно отсутствие точных данных для руководства рынками на основе соответствующих уровней требований к достаточности капитала и использованию заемных средств. Это могло бы породить вероятность «гонки за первенство», что сделало бы весь процесс менее определенным и упорядоченным.

Чтобы уменьшить эту неопределенность, регуляторам следует высказать свою точку зрения (и определить направления) относительно продвижения и подходов к делевериджу в финансовом секторе. В определенном смысле перед ними встает такая же проблема, как та, с которой столкнулись центральные банки, когда они проводили гибкое таргетирование инфляции. Регуляторам следует применить тот же самый подход. Для «адаптивного гибкого таргетирования капитала» потребуется определить целесообразный путь для достижения нового равновесия. Центральные банки знают, что существует баланс преимуществ и недостатков. Слишком быстрое достижение цели приведет к существенному сокращению производства и большим затратам. С другой стороны, есть риск, что долгое ожидание поставит под вопрос достижимость конечной цели. Этот баланс преимуществ и недостатков пока еще не исследован регуляторами. Значительные преимущества были бы достигнуты, если бы предпочтения регуляторов были более конкретными и ясными.

Только выражение точки зрения не может являться достаточным условием для того, чтобы снова возобновить кредитование. Может также оказаться необходимым устранить неопределенность в отношении направления развития нормативно-правовой базы в будущем. Пруденциальные режимы постоянно изменяются. В настоящее время, после того, как новые требования к капиталу и ликвидности были ясно определены, регулирующие органы могли бы подумать о запрете любых новых изменений на определенное время. Это не станет препятствием для дискуссий и рассмотрения новых мер и усовершенствований, которые могли бы быть введены в будущем. Между тем, это позволило бы кредиторам и заемщикам прекратить на время попытки предугадать формат возможных грядущих нормативно-правовых изменений в ходе принятия ими решений.

## Финансовые инновации и долгосрочное финансирование

С долгосрочным финансированием связаны две различные экономические проблемы: первая – это естественное нежелание инвесторов взять на себя безотзывные обязательства по предоставлению ресурсов на длительный срок, и, соответственно, их предпочтение ликвидных финансовых инструментов; и вторая – реальная трудность оценки (и определения цены) риска в очень долгосрочной перспективе. Очевидно, что эти две проблемы связаны между собой: чем больше будущая неопределенность, тем сильнее предпочтение, отдаваемое краткосрочным (ликвидным) инвестициям. Между тем, основная мысль этого доклада в том, что могут возникать преимущества в решении по отдельности каждой из этих проблем путем использования различных, специфических финансовых инструментов. Для этого потребуется определенная переориентация, произошедшего за последние два десятилетия процесса финансовых инноваций.

Долгосрочные инвестиции несут в себе большое количество других, часто не связанных между собой рисков – правовых, геополитических, технологических и экономических. Оценка и определение стоимости этих рисков остаются очень проблематичными. Повышенные или волатильные страховые премии за риск могут оказаться существенным препятствием для

долгосрочного финансирования. Рынки и правительства разработали инструменты и методы, чтобы справляться с этими трудностями или обходить их. При проектном финансировании определяются и распределяются потоки наличности, полученные от конкретных инвестиций для обслуживания долга и обеспечения дивидендов акционерам. Другой подход, которому в настоящее время уделяется большое внимание при обсуждении политики, заключается в использовании (предполагаемого) потенциала государственного сектора по принятию долгосрочного риска путем участия или гарантий государства, по сути дела, распределения на всех части риска. Разумное объяснение этого является очевидным: часть доходов от определенных долгосрочных проектов (таких, как инфраструктура или обеспечение энергоносителями) используются в интересах всего населения; некоторые риски, возможно, являются непокрытыми, а некоторые связаны с действиями самих государственных органов; таким образом, их участие, в форме соглашений по ресурсам, создает соответствующую стимулирующую структуру, которая будет обеспечивать работу проекта (при условии, что проблемы, связанные с несогласованностью экономической политики во времени, могут быть решены в рамках правового и ведомственного поля).

Этот подход широко обсуждался и изучался в различных рабочих группах. Комиссия ЕС предложила создать долгосрочный инвестиционный фонд для Европы, основанный на этих принципах. Достаточно сказать, что настоящая ситуация с долгом публичных компаний в странах с развитой экономикой обуславливает серьезные ограничения в отношении новых рисков в будущем десятилетии. Новые обязательства должны быть оценены в сравнении с другими затратами, и выбор может быть очень ограниченным.

По этим причинам может быть применен и другой подход, основанный на переориентации финансовых инноваций, с тем, чтобы сделать их более приемлемыми для долгосрочного финансирования. Идеи, представленные в этом докладе, носят предварительный и предположительный характер.

В течение последнего десятилетия финансовая инновация предусматривала разделение риска на ликвидных рынках. Она характеризовалась разработкой (производных финансовых) инструментов, которые прямо или косвенно связывали трансформацию банками краткосрочных депозитов в более долгосрочные кредиты и разделение риска. Это было руководящим принципом секьюритизации, как простой, так и более структурированной. Такая методика была основана на наличии объемных и ликвидных рынков для самых разных финансовых инструментов (хотя, и что самое главное, при отсутствии стандартов на продукты). Со своей стороны инвесторы были обязаны динамично управлять рисками в течение длительного времени.

Логически следует, что большие усилия были направлены на обеспечение эффективности и высокой частотности торговых операций; а также на регулирование, при котором основное внимание уделялось обеспечению прозрачности, и на повышение эффективности ценообразования и оценки стоимости. Основная цель заключалась в постоянной оценке риска, его стоимости, и, при необходимости, корректировке. Таким образом, риск находился не просто под контролем, а под надежным контролем. Между ликвидностью и риском была установлена тесная взаимосвязь.

С этой моделью связаны несколько важных последствий, и не все из них содействуют долгосрочности. Во-первых, для инвестора риск потери

ликвидности, а также основные риски, связанные с операционной деятельностью, не могут различаться на основе рыночных цен, поскольку оба эти фактора тесно переплетены в одном инструменте. Таким образом, если общая величина риска на единицу капитала может быть ограничена путем управления риском (например, стоимость под риском), и если риск потери ликвидности увеличивается (или ожидается его потенциальное увеличение), имеются лишь ограниченные возможности для покрытия основного риска.

Во-вторых, у специалистов по управлению активами могут отсутствовать особые знания для работы с неликвидными активами, поскольку премия начисляется за умение эффективно осуществлять прибыльные операции.

В-третьих, наличие одновременно глубокой рыночной ликвидности и сверхэффективной торговой технологии меняет стимулы и горизонты. Значительные ресурсы направляются скорее на повышение эффективности (очень) краткосрочных арбитражных сделок, а не на оценку возможного распределения потоков наличности в долгосрочной перспективе для сложных проектов. Изменение поведения чрезвычайно наглядно: средняя продолжительность владения акциями инвесторами США составляла приблизительно семь лет в 1940 году, оставалась приблизительно постоянной до середины 70-х годов, и затем неуклонно уменьшалась, достигнув самого низкого срока, равного семи месяцам в 2007 году (Haldane (2010)). Уоррен Баффет действительно является исключением!

И наконец, кризис продемонстрировал, что система, построенная на таких принципах, подвержена уязвимости и внезапным сбоям. Новейшие исследования (Dang et al (2012)) показали, что ликвидность активов зависит от их реагирования на распространение информации. Утрата ликвидности имеет место, когда актив, который ранее считался неуязвимым для воздействия информации, внезапно теряет свой иммунитет. Возникают информационные асимметрии, которые препятствуют торговле и сокращают ликвидность. Очевидно, что инструменты, разработанные для распределения риска, с большей вероятностью будут подвержены воздействию информации во многих государствах мира.

Действительно, можно рассмотреть три альтернативы на основе главных характеристик финансовых инструментов: возможность произвести трансформацию краткосрочных депозитов в более долгосрочные кредиты (обеспечить ликвидность), способность переноса рисков, и использование в качестве надежного инструмента сохранения стоимости (то есть, отсутствие или почти полное отсутствие риска потери стоимости). Никакие существующие инструменты не могут одновременно выполнять эти три функции. В качестве попытки разрешить эту трилемму недавние (структурированные) методы секьюритизации в конечном счете не оправдали себя ни одном отношении.

Акции могут быть уместной иллюстрацией этой трилеммы. За последние 150 лет акции использовались для распределения долгосрочного риска и в то же самое время были высоколиквидными. Для инвесторов обратной стороной этих преимуществ был потенциальный риск значительного снижения стоимости их портфелей. Не все инвесторы способны без страха воспринимать такую возможность. Кроме того, в результате последних нормативно-правовых реформ увеличились расходы по хранению акций за счет роста капитала, необходимого для покрытия риска волатильности.



Следовательно, в будущем следует разграничить в большей степени управление рисками с одной стороны и проведение трансформации краткосрочных депозитов в более долгосрочные кредиты, с другой стороны. Не следует предполагать, что один-единственный инструмент выполнит обе эти роли, или что одни и те же финансовые посредники будут иметь возможности провести эти две различные операции. Вместо того, чтобы держать портфель сложных активов (акций или секьюритизированных продуктов), инвесторы, возможно, сделают выбор в пользу (переменной) комбинации двух специализированных инструментов: один из них будет обеспечивать безопасную трансформацию краткосрочных депозитов в более долгосрочные кредиты в долгосрочной перспективе, с другим будут связаны особые риски по проектам, секторам, или экономикам в целом.

Таким образом, обеспечение полной безопасности долгосрочной трансформации краткосрочных депозитов в более долгосрочные кредиты должно стать одной из целей финансовой инновации. В результате кризиса широко распространились – не без оснований – сомнения в способности частного сектора создавать и выпускать такие безопасные активы. И это может предопределить перспективы долгосрочного инвестиционного финансирования. Однако такие технологии существуют. Безопасные активы могут быть созданы путем распределения способов удовлетворения требований по будущим потокам наличности (принцип, лежащий в основе разделения на транши); они могут быть созданы путем их обеспечения материальными активами. Проблема, которая требует разрешения – это обеспечение в полной мере надежности процесса, которая ранее не обеспечивалась из-за плохо разработанной системы стимулирования. Может оказаться необходимым определенное государственное вмешательство на стадии сертификации и оценки. Способность финансовой системы трансформировать крупный кредитный портфель требований низкого качества (и их обеспечения) в меньший портфель более высокого качества может стать ключом к развитию долгосрочного финансирования.

Существует вероятность, что когда эта проблема будет разрешена, долгосрочные инвесторы добровольно возьмут на себя более конкретные или уникальные долгосрочные риски. Для этого могут потребоваться дополнительные инновации, такие как, например, очень долгосрочные деривативные контракты, представляющие собой риски, связанные с конкретными проектами. Могут быть привлечены более крупные объемы залогового обеспечения в интересах корректировок стоимости активов, находящихся в залоге в долгосрочной перспективе (еще одна причина обеспечения надежности активов). Риски могут быть разбиты на различные компоненты – макро и связанные с конкретным проектом. По крайней мере для первой категории создание «макро рынков», как рекомендовал Шиллер (1999), привело бы к существенным преимуществам.

Такие нововведения уже осуществляются. Частично в результате изменений в нормативно-правовой базе и бухгалтерском учете, некоторые долгосрочные инвесторы (пенсионные и суверенные фонды) перешли с акций на комбинацию (надежных) облигаций и альтернативных инструментов, таким образом концентрируя размещение активов в двух крайних точках спектра риск-прибыль. Вполне возможно, что это и есть то направление, в котором будет осуществляться долгосрочное финансирование.

## Использованная литература

Атанасулис, С, Р. Шиллер и Е ван Уинкуп (1999): «Макро рынки и финансовая безопасность», *Обзор экономической политики Федерального резервного банка Нью-Йорка*, апрель.

У. Буитер и Р. Рабаты (2012): «Долг наций», *Глобальные перспективы и решения*, Ситибанк, ноябрь.

Данг, Т, Г. Гортон и Б. Холмстром (2012): *Невежество, долг и финансовый кризис*, Йельский университет.

Геннаиоли, Н, А. Шлейфер и Р. Вишни (2010): «Проигнорированные риски, финансовые инновации и финансовая нестабильность», Рабочий документ Национального бюро экономических исследований, №16068.

Группа тридцати (2013): «Долгосрочное финансирование и экономический рост», Рабочая группа по долгосрочному финансированию.

Халдейн, А. (2010): «Терпение и финансы», речь на Оксфордском деловом форуме Китая, Пекин, сентябрь.

Международный валютный фонд (2011): «Долгосрочные инвесторы и их распределение активов: где они теперь?», *Доклад по глобальной финансовой стабильности*, Глава 2, сентябрь.

Кей, Дж. (2012): «Обзор Кей рынков акций и принятия долгосрочных решений»

Коо, Р. (2009): *Святой Грааль макро экономики: уроки великой рецессии Японии*, издательство John Wiley & Sons.

Ландо Ж-П. (2013): «Макропруденциальное изменение баланса», *Vox EU*, апрель, <http://www.voxeu.org/article/macprudential-rebalancing>.

Штейн, Ж. (2013): «Чрезмерное ускорение кредитных рынков: его источники, оценка и воздействие на экономику», речь на исследовательском симпозиуме, спонсированном Федеральным резервным банком г. Сент-Луис, Сент-Луис, Миссури, февраль.

# На пути к более устойчивым и стабильным рынкам капитала в странах с развивающейся рыночной экономикой

Лиана Рохас-Суарес (Liliana Rojas-Suarez)<sup>1</sup>

## Аннотация

В настоящей статье определяются и рассматриваются условия, необходимые для создания устойчивых и стабильных рынков капитала в странах с развивающейся рыночной экономикой, которые в настоящее время остаются неликвидными и слабо развитыми. Эти условия можно разделить на четыре взаимосвязанных и дополняющих компонента: макроэкономическая стабильность, надежная банковская система, высокое качество институтов и эффективная нормативно-правовая и надзорная база. Неспособность укрепить один из этих компонентов обусловит ослабление других. Кроме того, в статье особо отмечается то, что неспособность развивающихся рынков обеспечить эмиссию безопасных активов существенно ограничивает устойчивость внутренних рынков капитала к внешним потрясениям.

Ключевые слова: рынки капитала, развивающиеся рынки, финансовая стабильность, финансовое развитие

Классификация JEL: G18, G2, G3, O16

<sup>1</sup> Центр глобального развития.

Преимущества сильных рынков капитала в странах с формирующейся рыночной экономикой хорошо известны. Помимо содействия эффективному распределению ресурсов за счет обеспечения дополнительной поддержки банков как финансовых посредников, они могут повышать способность хозяйствующих субъектов управлять финансовыми рисками, а также их устойчивость к неожиданным потрясениям. Кроме того, сильные рынки капитала способствуют поддержанию финансовой безупречности компаний, обеспечивая рыночную дисциплину и необходимость соблюдения международных стандартов бухгалтерского учета, прозрачности, корпоративного управления и т.д. Однако, несмотря на эти преимущества, рынки капитала в большинстве стран с формирующейся рыночной экономикой остаются вялыми и слабо развитыми. Развитие таких рынков – дело нелегкое, поскольку оно предполагает участие большого количества игроков и учреждений, а также наличие сложных компонентов, обеспечивающих эффективность и безопасность их деятельности.

Основное внимание в настоящей статье уделяется условиям, необходимым для развития устойчивых и стабильных рынков капитала в странах с формирующейся рыночной экономикой. Автор статьи утверждает, что такие условия можно разделить на четыре компонента: *макроэкономическая стабильность, надежная банковская система, высокое качество институтов и эффективная нормативно-правовая и надзорная база*. Эти четыре компонента взаимосвязаны и взаимно дополняют друг друга: резкое ослабление одного из них вызывает снижение эффективности остальных. Это значит, что все четыре компонента имеют одинаковое значение. Именно поэтому особое внимание, которое уделяется в статье вопросам нормативно-правового регулирования, лишь отражает полезность этого компонента в качестве примера его взаимосвязи с остальными тремя. Кроме того, в разделе, посвященном вопросам нормативно-правового регулирования, вкратце описывается целесообразность развития местных рынков производных финансовых инструментов. В заключительной части статьи рассматривается долгосрочный фактор, ограничивающий устойчивость местных рынков капитала в странах с формирующейся рыночной экономикой к внешним потрясениям: ограниченные возможности этих стран в отношении создания безопасных активов.

## Первый компонент развития рынков капитала: устойчивая макроэкономическая стабильность

Общепризнан тот факт, что при нестабильной экономике рынки капитала развиваться не могут. Действительно, в ряде случаев экономического и финансового кризиса в странах с формирующейся рыночной экономикой активность на рынках капитала резко сокращалась, а в некоторых случаях практически полностью прекращалась (наглядный пример – кризис задолженности 1980-х годов в Латинской Америке). Слабость макроэкономики отражается в ценах активов и при своей достаточной серьезности может привести к исчезновению многих рынков активов.

Волатильность таких финансовых переменных, как процентные ставки и валютные курсы, способствует разработке разнообразных финансовых продуктов, при этом проблема возникает тогда, когда волатильность этих

переменных возрастает настолько, что порождает неопределенность относительно *направления правил игры*. Например, слишком высокие и волатильные реальные процентные ставки воспринимаются инвесторами как неустойчивые и, таким образом, вызывают неопределенность в отношении возможных изменений правил игры, таких как государственное вмешательство в процесс формирования режима валютных курсов или введения новых форм налогообложения и механизмов контроля. В свою очередь, эта неопределенность снижает мотивацию к инвестированию в местные рынки капитала, поскольку неблагоприятно влияет на ожидаемую прибыльность долгосрочных проектов. Кроме того, значительная макроэкономическая нестабильность, которая проявляется в излишней волатильности цен активов, стимулирует использование производных финансовых инструментов для достижения спекулятивных, а не хеджировочных, целей.

Проблема излишней волатильности имеет чрезвычайно важное значение для институциональных инвесторов, и в особенности пенсионных фондов. Как правило, управляющие компании пенсионных фондов с эффективной системой управления не заинтересованы в сохранении в составе своих портфелей значительной доли активов, имеющих цены с высокой волатильностью, поскольку такие активы ассоциируются с более высокой вероятностью дефолта.

Наконец, макроэкономическая стабильность служит основой устойчивого экономического роста и, следовательно, увеличения относительных показателей частных сбережений.<sup>2</sup> Это, в свою очередь, способствует усилению внутреннего спроса на инструменты рынка капитала.

## Надежные банковские системы: обязательное условие развития рынков капитала

В странах с формирующейся рыночной экономикой этот компонент, вероятно, является наименее изученным, несмотря на его первоочередную важность. В частности, существуют определенные заблуждения по поводу способности местных рынков корпоративных облигаций заменить собой банковское кредитование, чтобы удовлетворять потребности компаний в периоды финансовых затруднений. Мне представляется, что сильные рынки капитала и надежные банковские системы являются элементами единого целого и не могут заменять друг друга. При возникновении трудностей в банковском секторе и резком сокращении объемов кредитования на формирующихся рынках значительному сокращению, скорее всего, подвергнутся и рынки капитала, в том числе рынки корпоративных облигаций.

Существует ряд причин, объясняющих взаимодополняемость надежных банковских систем и сильных рынков капитала:

<sup>2</sup> Хотя споры по поводу причинно-следственной связи между сбережениями и экономическим ростом не утихают, большинство экспертов придерживаются мнения, что эта связь направлена от экономического роста к сбережениям. Основополагающей работой в этой области является статья С. Кэрролл и Д. Вейл «Сбережения и экономический рост: новая интерпретация» (С. Carroll and D. Weil, "Saving and growth: a reinterpretation"), *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, no 40, 1994, стр. 133–93.

Во-первых, надежные банки обеспечивают источники ликвидности, необходимые рынкам капитала. Например, активную роль на динамичных рынках капитала играют брокеры-дилеры, торгующие ценными бумагами либо от своего имени, либо от имени своих клиентов. Для осуществления своей деятельности брокеры-дилеры держат свои ценные бумаги в товарно-материальных запасах, которые временами могут иметь весьма значительные размеры. Такие запасы финансируются по кредитным линиям банков. Поэтому резкое сокращение объемов банковского кредитования, вызванное финансовыми потрясениями, может привести к сбоям в обеспечении ликвидностью, необходимой для нормального функционирования рынков капитала.

Во-вторых, рассмотрим развитие местных рынков корпоративных облигаций. Для того, чтобы доверить свой долгосрочный капитал эмитентам местных облигаций на формирующихся рынках, инвесторы должны быть уверены в том, что эти эмитенты уже способны соблюдать принципы погашения задолженности, установленные надежными банками и органами, осуществляющими за ними надзор. Иными словами, поскольку в задачу надежных банков входит оценка способности заемщиков выполнять свои обязательства по кредитам, осуществляемая, например, за счет соответствующего контроля движения денежных средств, кредитная история компаний может служить сигналом для потенциальных инвесторов, заинтересованных в выпускаемых такими компаниями облигациях. Однако, если банковская система недостаточно устойчива, такой сигнал будет бесполезен.

В-третьих, в процессе развития рынка капитала важным объектом для инвестиций со стороны институциональных инвесторов, таких как формирующиеся частные пенсионные фонды, являются банковские депозиты. При крайне нестабильной банковской системе такой выбор был бы неразумным.

В-четвертых, во многих странах с формирующейся и развивающейся рыночной экономикой банковские депозиты являются наиболее ликвидным активом после наличных денежных средств. Поэтому, учитывая высокую ликвидность банковских депозитов, они могут обеспечить вариант *выхода* с рынка для инвесторов, стремящихся *войти* на местные рынки капитала, где обращаются более рискованные и менее ликвидные активы.

Интересно отметить, что взаимодополняемость надежных банковских систем и сильных рынков капитала оказывает влияние на систему банковского регулирования. Потребность в надежных банках для обеспечения развития рынков капитала обуславливает исполнение соответствующих нормативных актов, регулирующих банковскую деятельность, а также соблюдение принципов банковского надзора, в том числе, внедрение (и, при необходимости, доработку с учетом местных условий) рекомендаций в отношении требований достаточности капитала, разработанных Базельским комитетом по банковскому надзору (БКБН). В свою очередь, сильные рынки капитала могут побуждать банковских регуляторов к проведению оценки *фактической* стоимости заявленного капитала. Это особенно важно с учетом новых рекомендаций БКБН в отношении капитала, в которых особое внимание уделяется базовому капиталу как основному компоненту капитала 1 уровня.

## Третий компонент: устойчивая институциональная структура

Данные свидетельствуют о том, что устойчивость институтов власти дополняет роль нормативно-правовых актов, целью которых является содействие развитию рынков капитала (см. ниже). Действительно, *нормативно-правовые акты могут быть эффективными только тогда, когда они обеспечены достаточной поддержкой прочной институциональной структуры, защищающей права инвесторов и кредиторов*. На фондовых рынках это означает права голоса акционеров, позволяющие им контролировать правление. На рынках долговых инструментов держатели облигаций имеют право в случае разорения компаний претендовать на гарантийное обеспечение.

Прочная институциональная структура, защищающая права инвесторов и кредиторов, предусматривает наличие эффективных механизмов, обеспечивающих исполнение договоров и соблюдение закона.<sup>3</sup> Для этого, в свою очередь, необходимо следующее: (i) эффективная и независимая судебная система, свободная от давления политических факторов; (ii) судопроизводство, способствующее надлежащему выполнению нормативно-правовых актов; (iii) прозрачность государственной политики; а также (iv) эффективный закон о банкротстве. К сожалению, качество институтов власти в большинстве стран с формирующейся рыночной экономикой значительно отстает от уровня стран с развитой экономикой.

В той степени, в которой права кредиторов не удовлетворяют требованиям, недостаточно прозрачны или не заслуживают доверия, инвесторы, как внутренние, так и иностранные, не будут стремиться к вложению средств в местные корпоративные обязательства. Согласно отчету Всемирного банка «Ведение бизнеса» (*DoingBusiness*), регионами, которые осуществляют наименьшее количество реформ с целью содействия решению проблемы банкротства компаний, являются Южная Азия, Ближний Восток и Латинская Америка. Неудивительно, что рынки капиталов в этих регионах остаются вялыми и слабо развитыми.

Потребность в надлежащем функционировании всех четырех компонентов, являющихся темой данной статьи, выходит на передний план и в контексте обсуждения соответствующего закона о банкротстве. *В странах с экономической нестабильностью, слабыми судебными и/или неустойчивыми банковскими системами законодательство о банкротстве, даже будучи правильно разработанным, не обеспечит возможности надлежащим образом провести реорганизацию находящихся в бедственном положении компаний и внести изменения в руководство, способное дать компании возможность без перебоев продолжать свою деятельность*. Вместо этого при возникновении серьезных финансовых затруднений у компаний во многих странах с формирующейся и развивающейся рыночной экономикой инвесторы предпочитают ликвидировать такие компании, пусть даже по бросовым ценам, и распределить выручку, зачастую следуя рекомендациям внешних аудиторов.

<sup>3</sup> В частности, неэффективный контроль за исполнением договоров увеличивает риск дефолта контрагента и ограничивает возможности участия в рынках долговых инструментов.

Причина такого решения заключается в том, что инвесторы считают шанс вернуть свои инвестиции крайне низким даже в долгосрочной перспективе, что обусловлено недоверием к макроэкономическому управлению страной или решениям суда, а также опасениями перед внезапным изменением институциональных *правил игры*. Иными словами, недостаточное усиление представленных в данной статье четырех компонентов может привести к внезапной ликвидации находящихся в бедственном положении компаний без надлежащей оценки текущей стоимости активов этих компаний.

## Четвертый компонент развития рынков капитала: эффективное нормативно-правовое регулирование и надзор

Как было сказано выше, главный тезис данной статьи заключается в том, что при слабости любого из других трех компонентов развития рынков капитала нормативно-правовая база теряет свою эффективность. Например, действие *нормативно-правовых актов не может стимулировать инвесторов размещать свои средства на местных рынках капитала в контексте крайне нестабильной экономики. Соответственно, нормативно-правовые акты не могут вызывать доверия при слабости тех институтов, которые отвечают за их соблюдение. Наконец, нормативно-правовое регулирование рынка капитала не может обеспечить наличия ликвидности, предлагаемой надежными банками.*

По многим вопросам, касающимся того, в чем именно заключается надлежащее регулирование эффективных и устойчивых рынков капитала, в значительной степени достигнут консенсус (однако остаются и спорные вопросы – см. ниже). Первым вопросом, по которому достигнут такой консенсус, является тезис о том, что регулирование рынка капитала должно усиливать и дополнять роль рыночной дисциплины, сводить к минимуму системные риски, обеспечивать конкуренцию и эффективность функционирования рынков, а также защищать интересы инвесторов. Задача нормативно-правовой базы – создать у участников рынка соответствующие стимулы для достижения этих целей. Именно в этом заключается основная суть принципов Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO). Некоторые ключевые принципы IOSCO предусматривают: (i) предоставление полных полномочий для осуществления контролирующих функций, а также независимость органов регулирования и надзора (от давления политических факторов); (ii) внедрение механизмов обмена информацией, которые дадут регулирующим органам возможность своевременно передавать соответствующую информацию своим внутренним и иностранным партнерам; (iii) требование эмитентов ценных бумаг и институциональных инвесторов о прозрачности информации; (iv) отсутствие дискриминации по классам инвесторов, в том числе в отношении миноритарных акционеров и иностранных инвесторов; (v) введение требований о минимальном капитале и других пруденциальных нормативов для финансовых посредников в соответствии с принимаемыми ими рисками; а также (vi) надлежащее наблюдение и надзор за хеджевыми фондами и их управляющими компаниями.



Кроме того, сложился консенсус по поводу того, что эффективность нормативно-правовой базы основана на развитии и усилении эффективного корпоративного управления. Хотя корпоративное управление в странах с развитой экономикой никоим образом не свободно от недостатков (что было продемонстрировано событиями последнего мирового финансового кризиса), эта проблема наиболее широко распространена среди стран с формирующейся рыночной экономикой, причем трудности на уровне компаний быстро перерастают в системную проблему. В общих чертах, суть рекомендаций по надлежащему корпоративному управлению сводится к предоставлению информации и обеспечению ее прозрачности, особенно когда дело касается обязанностей членов советов директоров. По этому причине некоторые ключевые принципы ОЭСР, служащие ориентиром для совершенствования нормативно-правовой базы в этой области, включают в себя рекомендации о распространении основной корпоративной информации, например, финансовой отчетности, данных о структуре собственности и управления. Кроме того, эти рекомендации касаются четкого определения обязанностей членов советов директоров.

Третий вопрос, по которому достигнут консенсус, заключается в реализации рекомендаций Совета по финансовой стабильности о повышении безопасности и прозрачности рынков внебиржевых производных финансовых инструментов (деривативов) путем содействия стандартизации контрактов по внебиржевым деривативам, централизованному клирингу по стандартизированным производным инструментам и расширению торговли на биржах или электронных платформах. Эта рекомендация основана на результатах мирового финансового кризиса. В то время как в течение этого периода многие внебиржевые деривативы в странах с формирующейся рыночной экономикой прекратили свое существование, находившиеся в биржевом обороте продукты оказались более устойчивыми. В данном случае рассматриваются примеры Бразилии и Мексики. В ожидании постоянного повышения курса своей местной валюты некоторые корпорации этих стран в течение докризисного периода увеличили на своих забалансовых счетах размеры открытых позиций в иностранной валюте за счет заключения с иностранными банками деривативных контрактов (продажи валютных опционов на оффшорном финансовом рынке). Резкое обесценение валюты, наблюдавшееся в Бразилии и Мексике после банкротства Lehman Brothers, привело к крупнейшим убыткам, связанным с производными финансовыми инструментами (около 4 млрд. долларов в Мексике и свыше 20 млрд. долларов в Бразилии).<sup>4</sup> В большой степени эти события явились сюрпризом для местных властей, которые после этого ужесточили свою практику надзора.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Более подробную информацию см. в статье А. Хара, Р. Морено и С. Товар «Мировой кризис и Латинская Америка: финансовые последствия и ответные политические меры» (A. Jara, R. Moreno and C. Tovar, "The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses", *BIS Quarterly Review*, June 2009).

<sup>5</sup> Для получения ожидаемых результатов усилий регулирующих органов в странах с формирующейся рыночной экономикой большую роль играют международное сотрудничество между органами надзора и гармонизация нормативно-правовой базы рынков производных финансовых инструментов. Например, регулирующие органы Мексики обеспокоены тем, что введение жестких правил в отношении торговли деривативами в Мексике может подтолкнуть местные транзакции в сторону Соединенных Штатов, в которых регулирующие органы еще не предъявляют требований о клиринге к свопам на процентную

При обсуждении темы регулирования деривативов неизбежно возникает вопрос: следует ли прилагать усилия по развитию производных инструментов *на местном уровне* всех формирующихся рынков? Общеизвестно, что деривативы требуют наличия ликвидного рынка для своих базовых инструментов, и при этом они повышают ликвидность и обеспечивают прозрачность процесса формирования цен на таких рынках базовых инструментов. Однако деривативы сами по себе порождают другие виды рисков, и управление этими рисками требует дополнительной инфраструктуры (например, эффективной системы взаиморасчетов для бирж, на которых обращаются деривативы), а также соответствующей способности распознавать более сложные риски (такие, как принципы бухгалтерского учета для производных инструментов, включенных в балансы банков и исключенных из них). Кроме того, как показывают приведенные выше примеры, рынки деривативов не вызывают финансовых кризисов, но при наличии слабых мест в финансовой системе и/или макроэкономике некоторые производные инструменты могут сыграть роль катализатора. Скрытый смысл этих соображений заключается в том, что содействие развитию рынков производных инструментов на формирующихся рынках должно зависеть от степени готовности институтов и участников рынка конкретной страны. Я считаю, что, содействие развитию рынков производных инструментов должно обуславливаться, в дополнение к рассмотренным выше компонентам развития рынков капитала, следующими предварительными условиями: (i) устойчивой способностью управлять рисками, присущей как регулирующим и надзорным органам, так и частному сектору; (ii) соответствующими техническими возможностями, позволяющими контролировать связи и механизмы передачи рисков между различными сегментами рынка. *Отсутствие надлежащих систем надзора и технического опыта, связанного с пониманием и контролем передачи рисков между различными сегментами рынка, является большой проблемой во многих странах с формирующейся и развивающейся рыночной экономикой.* В этой области имеется насущная необходимость в техническом содействии международных организаций, а также заключении двусторонних соглашений с органами надзора стран с развитой экономикой.

Кроме того, достигнут консенсус по вопросу (который, впрочем, не связан с нормативно-правовым регулированием) разработки базовой кривой доходности государственных облигаций для целей развития ликвидных рынков корпоративных облигаций (поскольку это обеспечивает прозрачность процесса формирования цен). В пользу этой рекомендации говорит опыт некоторых стран Азии, например Кореи и Малайзии. Однако и при этом следует учитывать взаимосвязь между компонентами развития устойчивых рынков капитала. Стратегия разработки базовой кривой доходности государственных облигаций представляется весьма уместной в отношении стран, имеющих строгие рамки финансовой отчетности (например, большинства стран Азии). В странах же, испытывающих финансовые затруднения, эта стратегия может стать источником двух видов риска. Первый заключается в том, что при отражении высокого кредитного риска страны, связанного с крупным бюджетным дефицитом, образующаяся высокая

ставку в песо (до настоящего времени регулирующие органы США установили клиринговые правила в отношении свопов на процентную ставку только в четырех валютах – долларе США, фунте стерлингов, йене и евро, – которые составляют подавляющее большинство транзакций).

доходность государственных облигаций преобразуется в высокую доходность корпоративных облигаций. Иными словами, появится опасность того, что увеличение государственного риска отразится на ценах задолженностей частного сектора. Второй риск состоит в том, что правительства, испытывающие финансовые затруднения, не смогут успешно разместить облигации с большим сроком погашения и что вместо этого выпуск государственных облигаций останется на краткосрочной стороне кривой. Это будет сдерживать развитие долгосрочных корпоративных облигаций, а не способствовать ему. Третий риск заключается в том, что в условиях отсутствия рынка для размещения долгосрочных облигаций правительства, испытывающие финансовые проблемы, начнут проводить политику стимулирования покупки этих облигаций банками и институциональными инвесторами, особенно пенсионными фондами. Это приведет к снижению надежности как банков, так и рынков капитала. В случае ухудшения мнения инвесторов о кредитном риске государства, качество активов, принадлежащих местным банкам и пенсионным фондам также понизится.

Несмотря на консенсус, достигнутый на международном уровне по многим вопросам, касающимся нормативно-правовой практики для развивающихся рынков капитала, многие вопросы остаются открытыми. Например, какие ограничения на инвестиции пенсионных фондов следует оставить, а какие – снять? Хотя по вопросу о необходимости избегать чрезмерной концентрации инвестиций пенсионных фондов в секторе государственных облигаций (которая происходит тогда, когда строгие количественные ограничения на активы сочетаются со значительными потребностями правительства в финансах) наблюдается единодушие, при этом мнения по поводу целесообразности инвестиций пенсионных фондов в иностранные ценные бумаги в целом расходятся. Опасения лиц, определяющих политику на некоторых формирующихся рынках понятны. Например, либерализация правил инвестирования для частных пенсионных фондов в странах, не достигших макроэкономической и финансовой стабильности, может усугубить отток капитала в случае неблагоприятных для экономики потрясений. На мой взгляд, следует рекомендовать ту последовательность либерализации инвестиций пенсионных фондов, которая была применена в Чили. В этой стране ограничения на инвестиции в иностранные ценные бумаги снимались постепенно, по мере того, как набирали силу экономическая, нормативно-правовая и институциональная структуры.

К числу других спорных вопросов, касающихся формирующихся рынков, относятся следующие: следует ли государству вводить или стимулировать какой-либо вид индексации, чтобы способствовать развитию рынка облигаций в местной валюте? Должно ли регулирование быть нацелено на создание стимулов для предложения на *местном* уровне *всех* типов продуктов и институтов рынка капитала? Кроме того, следует ли обеспечить налоговые стимулы для тех, кто способствует инвестированию в местные рынки капитала? Какова оптимальная структура регулирующих органов? Должен ли надзор за банковскими организациями и институтами рынков капитала осуществляться единым регулирующим и надзорным органом? Или более эффективны были бы *специализированные* органы? А может быть, регулирующим органам следует специализироваться на *функциях*, а не институтах? Эти и другие вопросы ожидают дальнейшего обсуждения и анализа.

## Важный фактор, ограничивающий устойчивость к внешним потрясениям рынков капитала в странах с формирующейся рыночной экономикой

В заключительной части данной статьи я не могу не упомянуть особую роль долгосрочного фактора, который ограничивает устойчивость рынков капитала и затрагивает все страны с формирующейся рыночной экономикой: неспособность этих стран обеспечивать наличие *безопасных активов*, пользующихся международным признанием. Даже при наличии всех рассмотренных здесь компонентов инвесторы (иностранные и внутренние) в условиях значительной неопределенности на международных рынках капитала отдадут предпочтение тем *активам*, которые они считают *безопасными*, а именно активам, сохраняющим ликвидность в трудные времена. В современной международной финансовой архитектуре существует лишь небольшое число безопасных активов, при этом все они, за исключением золота и серебра, представляют собой государственные ценные бумаги, выпускаемые странами, которые также выпускают твердые валюты (высоколиквидные валюты, обращающиеся на международном уровне). Можно утверждать, что в настоящее время самыми ликвидными ценными бумагами в мире являются долговые обязательства Министерства финансов США. Опыт мирового финансового кризиса показывает, что в странах с формирующейся рыночной экономикой долевые и облигационные финансовые инструменты утратили свою ликвидность, вызвав резкое снижение цен. Во времена сильных внешних потрясений у компаний оказывается меньшее количество более дорогих источников финансирования – *даже если до такого потрясения местные рынки капитала представлялись высоколиквидными*.<sup>6,7</sup>

<sup>6</sup> Наглядным примером ситуации в период мирового финансового кризиса может служить Израиль. После начала кризиса рынок корпоративных облигаций практически прекратил функционировать примерно на шесть месяцев; выпуск новых облигаций прекратился, при этом резко возросло количество компаний, начавших процедуры реструктуризации долга. Более подробную информацию можно найти в "OECD, *OECD Economic Surveys: Israel*", декабрь 2011 г.

<sup>7</sup> Пенсионные фонды потенциально могут служить устойчивым источником финансирования на местном уровне, однако если местным пенсионным фондам не будет дано разрешение инвестировать в иностранные безопасные активы, то во время неблагоприятных внешних потрясений потери рынка капитала будут переноситься на счет владельцев сбережений.