Ресурсы финансового рынка России

К.Е. Мануйлов

В статье рассматриваются основные факторы, характеризующие современное состояние финансового рынка России с точки зрения его ресурсной базы, а также причины дефицита долгосрочных инвестиционных ресурсов. Особое внимание уделено анализу политики Банка России и особенностей эмиссии рубля, оказывающих непосредственное влияние на объем и структуру финансовых ресурсов, доступных участникам российского рынка капитала.

Проблема недостатка финансовых ресурсов, доступных для привлечения российскими предприятиями на внутреннем рынке, регулярно становится темой работ отечественных экономистов, таких, как В.К. Бурлачков, С.Ю. Глазьев, М.Г. Делягин, М.В. Ершов, В.Ю. Катасонов, В.Э. Кроливецкая и многие другие, и в последние годы не теряет своей актуальности. Центральным аспектом при рассмотрении данного вопроса, очевидно, является существенное несоответствие значительного притока в страну экспортных доходов и показателей развития реального сектора экономики.

Это несоответствие наблюдается по меньшей мере с середины 2000-х гг. На фоне удачной для российских экспортеров конъюнктуры мирового рынка энергоносителей и, следовательно, роста экспортных поступлений результаты развития большинства промышленных предприятий остаются весьма скромными. Это привело к формированию специфической экспортно-ориентированной модели экономики, в которой предприятия других отраслей имеют в значительной степени ограниченный доступ к ресурсам, привлекаемым как на возвратной, так и на безвозвратной основе. Они необходимы в современных условиях, в том числе для обновления основных фондов, степень износа которых остается высокой, несмотря на рост объемов инвестиций в докризисный период, что свидетельствует о недостатке долгосрочных ресурсов, которые могли бы быть направлены на эти цели.

Необходимо отметить, что, учитывая острую потребность отраслей обрабатывающей промышленности в привлеченных и заемных средствах, многочисленные заявления первых лиц государства о необходимости диверсификации структуры экономики и модернизации отдельных отраслей, вопросы ресурсной базы финансового рынка будут рассматриваться в настоящей статье, исходя из его перераспределительной функции.

Функции финансового рынка разнообразны, к ним относят перераспределительную, информационную, спекулятивную, функцию ценообразования, перераспределения риска, обеспечение взаимосвязи национального финансового рынка с мировым. В контексте рассматриваемой проблемы первичной является именно перераспределительная функция, то есть обеспечение перетока средств в пользу реального сектора экономики. Безусловно, достаточный объем доступных финансовых ресурсов является необходимым условием выполнения всех функций рынка. Его наличие не свидетельствует о степени выполнения одной из них в большей или меньшей степени. Но перераспределительная роль финансового рынка накладывает некоторые ограничения на анализ, акцентируя внимание в первую очередь на долгосрочных источниках, обладающих принципиальной важностью для производственных предприятий, в отличие, например, от финансовых спекулянтов.

По видам активов к сегментам финансового рынка относят, как правило, кредитный рынок, рынок ценных бумаг и валютный рынок. Неко-

торые авторы указывают на такие сегменты, как рынок драгоценных металлов, в частности золота, страховой рынок, рынок нефти и других сырьевых товаров, однако, учитывая высокую долю производных контрактов в объеме торгов, представляется возможным отнести некоторые из них, хотя и с существенными допущениями, к рынку ценных бумаг. Как правило, термин «фондовый рынок» используется в экономической литературе как синоним термина «рынок ценных бумаг», а иногда и всего финансового рынка. Однако некоторые авторы под фондовым рынком понимают именно рынок классических долгосрочных ценных бумаг: акций и облигаций, то есть инструментов, предназначенных для финансирования инвестиций в основной капитал¹. Именно в этом значении понятие «фондовый рынок» и применяется в данной статье.

На основе анализа роли основных сегментов финансового рынка в структуре привлеченных и заемных средств реального сектора можно сделать вывод о том, что в России основным источником средств предприятий остаются кредиты коммерческих банков, их доля превышает 90%, а в некоторые годы достигала и 97%, в то время как доля фондового рынка составляет очень малую величину². В данном контексте рассматривается именно привлечение средств эмитентом через размещение акций и облигаций, причем исключительно на внутреннем рынке. Ибо выход на зарубежные рынки подразумевает привлечение средств за пределами национального финансового рынка, являющегося предметом рассмотрения.

В этой связи в условиях весьма скромных масштабов финансового рынка России, а следовательно, и объемов банковского кредитования проблема ресурсной базы оказывается значительно обостренной. Она проявляется по двум основным направлениям:

– во-первых, одним из свидетельств недостатка внутренних источников является структура размещения долевых ценных бумаг российскими эмитентами. Доля отечественных биржевых площадок в целом невелика – более половины приходится на зарубежные размещения. Важно также отметить, что достаточно по-

пулярно одновременное размещение акций как на зарубежных, так и на отечественных биржах, однако зачастую в статистике такие сделки считаются заключенными на российской торговой площадке, то есть фактическая величина привлеченных за рубежом средств может оказаться еще выше. Можно предполагать, что, с одной стороны, это результат недостатка ликвидности на внутреннем рынке, с другой – причина низкой доли рынка акций в структуре привлеченных и заемных средств предприятий, поскольку размещение акций на крупных зарубежных биржах доступно только очень ограниченному кругу крупнейших эмитентов. В некоторой степени это касается и российского рынка акций, где бумаги только 0,8% эмитентов обращаются на открытом рынке;

– во-вторых, возможно более важным свидетельством можно считать динамику междunarодного движения капитала. На протяжении 2000-х гг. российские банки активно привлекали средства за рубежом, по крайней мере, до кризиса 2008 г. Эта тенденция восстановилась в 2010 г., когда банки демонстрировали существенный рост объемов чистого импорта капитала. Многие исследователи сходятся во мнении, что такая ситуация является следствием именно недостаточности свободных финансовых ресурсов, в первую очередь долгосрочных, определяющих возможность инвестиционного кредитования предприятий реального сектора экономики.

Доля долгосрочных источников в структуре пассивов банковской системы России невелика. Отметим, что применительно к российской практике источники со срочностью более одного года часто считаются долгосрочными, хотя в развитых странах таковыми считаются ресурсы, привлеченные на срок трех и даже пяти лет.

Можно заметить, что доля пассивов со сроком более трех лет лишь в отдельные годы превышала 15%, а рублевых пассивов той же срочности только в 2011 г. превысила 10%. Так или иначе, большая часть пассивов банковской системы носит краткосрочный характер, что, наряду с ввозом капитала банками и эмитентами ценных

Таблица 1

Структура пассивов банковской системы и страновая структура IPO российских эмитентов

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Объем ресурсов банковской системы, млрд. рублей	2526	3258	4649	6840	9746	11868	13959	17077	20347
Доля среднесрочных пассивов (1–3 года), %	35,7	42,9	41,1	41,0	43,5	43,8	42,2	44,7	40,8
В том числе в рублях	24,4	30,9	29,9	31,3	34,0	30,1	27,6	32,7	29,1
Доля долгосрочных пассивов (более 3 лет), %	5,6	8,7	12,2	14,0	14,0	16,4	15,3	15,6	17,1
В том числе в рублях	3,3	6,1	6,6	7,3	7,8	8,3	8,3	8,2	10,2
Объем первичного размещения акций российских эмитентов, млрд долл.	..	..	4,6	17,7	23,9	2,6	1,3	6,7	8,6
Доля российских бирж, %	..	..	21	36	42,8	32	21,2	28	20
Доля размещения нефинансовых предприятий на российских биржах, %	..	..	19,5	36	17,8	28,8	18,1	28	18,0

Источник: Составлено по данным Бюллетеня банковской статистики Банка России, Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) за соответствующие годы.

бумаг, свидетельствует о недостатке долгосрочных ресурсов. По крайней мере, в двух основных сегментах финансового рынка России – кредитном и фондовом.

Необходимо подчеркнуть, что некоторые авторы считают подход, основанный на анализе недостаточности долгосрочных пассивов банковской системы как основной причины низкого объема инвестиционного кредитования, несколько упрощенным³. Тем не менее, допуская, что это является не единственной причиной, автор, однако, полагает, что сложившаяся срочная структура пассивов в большой степени ограничивает возможности предоставления долгосрочных ресурсов. Многие исследователи при рассмотрении этой проблемы указывают как одну из причин сложившейся ситуации специфические меры финансовой политики денежных властей, направленные на сжатие денежного предложения. Напрямую эти меры касаются первичной ликвидности, создаваемой Банком России, но в условиях малых масштабов рынка кредитования и малой величины кредитного мультипликатора также ограничивают и совокупный объем денежной массы в экономике, снижая, таким образом, величину доступных внутренних ресурсов.

В связи с этим представляется необходимым рассмотреть особенности формирования денежной базы, а также характер и масштабы ее изъятия, являющиеся, насколько можно судить, одним из факторов ограничения денежного предложения. По мнению бывшего заместителя председателя Банка России С. Алексашенко, начиная с октября 1996 г. Россия находилась в принципиально новой ситуации в отношении проведения денежной политики. Центральный банк практически перешел к механизму «валютного управления» (currency board), то есть каждый новый рубль прироста денежной базы был обеспечен соответствующим ростом валютных резервов Банка России⁴. Известно,

что режим валютного управления предполагает создание денежной базы национальной валюты только при соответствующем росте резервов иностранной «якорной» валюты по фиксированному курсу с возможностью свободного обмена валют по этому соотношению⁵.

Из этого следует, что в случае, если эмиссионная политика Центрального банка в действительности обладает всеми чертами, присущими режиму «валютного управления», необходимо выполнение трех основных условий:

- национальная валюта должна свободно обмениваться на «якорную»;
- валютный курс должен соответствовать теоретическому курсу «currency board», рассчитанному как отношение денежной базы к сумме валютных резервов;
- прирост денежной базы должен соответствовать приросту валютных резервов, выраженных в рублях по текущему курсу.

Для расчетов возможно использование величины международных резервов Банка России. Однако более методологически правильным автору представляется использование объема иностранной валюты в составе валютных резервов Банка России, поскольку именно они характеризуют объем «якорной валюты», хотя ввиду небольшой доли монетарного золота, резервной позиции в МВФ и счета в СДР, результат не будет значимо отличаться.

Представляется весьма интересным рассмотреть текущую ситуацию в области создания денежной базы, выявить ее источники и факторы, влияющие на ее формирование.

В таблице можно заметить значительное изменение структуры активов ЦБ в период 2001–2005 гг. Произошел стремительный рост доли иностранных активов. Если в начале 2000-х гг. можно было предполагать, что хотя бы часть денежной базы создается за счет внутренних источников, то с 2005 г. это не представляется возможным, хотя и

Таблица 2

Структура активов ЦБ и данные об объеме денежной базы и международных резервов ЦБ

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Иностранные активы, %	41	53	64	76	85	94	96	96	74	85	93	89
Требования к федеральным органам государственного управления, %	40	29	26	17	11	5	3	3	2	2	2	2
Требования к кредитным организациям, %	20	18	11	7	5	1	1	1	23	13	4	9
Денежная база, млрд руб.	722	928	1233	1914	2380	2914	4122	5513	5579	6467	8190	8644
Международные резервы, млрд долл.	28,0	36,6	47,8	76,9	124,5	182,2	303,7	478,8	426,3	439,5	479,4	498,6
В т.ч. иностранная валюта	24,3	32,5	44,1	73,2	121,2	175,7	295,3	466,4	410,7	405,8	432,9	441,2
Теоретический курс «currency board» для фактического объема денежной базы, руб./долл.	29,74	28,53	27,98	26,16	19,65	16,59	13,96	11,82	13,58	15,94	18,92	19,59
Номинальный курс, руб./долл.	28,16	30,14	31,78	29,45	27,75	28,48	26,45	24,44	29,39	30,19	30,35	32,20

Источник: Составлено по данным Банка России за соответствующие годы.

с перерывом на кризисный 2008 г., когда предоставление ликвидности коммерческим банкам в рамках поддержки банковского сектора достигло 23% активов ЦБ.

Саму по себе высокую долю иностранных активов в структуре источников денежной базы можно считать чертой экспортно-ориентированной экономики, хотя для развитых стран, наоборот, характерно преобладание либо требований к органам государственного управления, либо требований к кредитным организациям, в зависимости от структуры экономики. Так, в США до кризиса 2008 г. доля требований к федеральному правительству превышала 90%, а в странах ЕС с традиционно континентальным типом финансовой системы доля требований к коммерческим банкам превышала 50%. Уровень же иностранных активов, близкий к 100%, характерен в большей степени для развивающихся экономик.

Примерно с 2001–2002 гг. внешний характер источников денежной базы значительно укрепился, что позволяет предполагать, что политика ЦБ стала в еще большей степени соответствовать механизму «валютного управления». Исходя из объемов международных резервов ЦБ и денежной базы, представляется возможным определить теоретический валютный курс «currency board» и, сравнив его с рыночным курсом, сделать вывод о соответствии эмиссионной политики ЦБ режиму валютного управления.

График 1

Источник: Составлено по данным ЦБ РФ за соответствующие годы.

На первый взгляд в последние годы рыночный курс рубля значительно занижен по сравнению с теоретическим значением, тогда как в 2001–2002 гг. он составлял 85–90% от него, то есть данные свидетельствовали скорее об откате от валютного управления, что противоречит данным о структуре активов Центрального банка. Необходимо помнить, что с 2004 г. рост денежного предложения сдерживался путем стерилизации денежной базы в Стабилизационном фонде (позже Резервном фонде и Фонде национального благосостояния). Автор методики расчета соотношения теоретического и фактического валютных курсов И. Аверин, включающий эту величину в расчет денежной базы, не учитывает изъятия с помощью стерилизационных инструментов Банка России и профицита консолидированного бюджета⁶. Учет суммы изъятий как совокупного показателя не ведет к принципиально иным результатам. Но он

представляется методологически более верным с точки зрения расчета показателей.

График 2

Источник: Составлено по данным «Обзора центрального банка» ЦБ РФ за соответствующие годы.

Заметим тот факт, что превышение номинальным курсом национальной валюты теоретически фиксированного курса в условиях валютного управления приводит к оттоку иностранной валюты и сокращению валютных резервов Центрального банка, что и произошло в 2008 г.

Исходя из определения режима «валютного управления», представляется необходимым рассмотреть и соотношение международных резервов Центрального банка и денежной базы в динамике (см. график 2). До 2008 г. создание рублевой денежной базы, ее совокупной величины с учетом части, изъятых с помощью фондов и стерилизационных инструментов, осуществлялось именно при соответствующем приросте международных резервов, рассчитанных по рыночному курсу. Кризисные явления 2008 г. привели к снижению как объема резервов в иностранной валюте, так и денежной базы. Отметим, однако, что за счет кредитов, выданных коммерческим банкам, фактический объем денежной базы снизился не так сильно, как объем резервов, в то время как динамика совокупной денежной базы (с учетом изъятия в фонды и с помощью стерилизационных инструментов) соответствовала динамике международных резервов, хотя и с некоторым лагом.

Таким образом, учитывая очень высокую корреляцию между объемом иностранной валюты в составе валютных резервов и фактической и совокупной (с учетом изъятий) денежной базы, 0,96 и 0,99 соответственно, жесткую связь между динамикой этих показателей, чрезвычайную близость валютного курса к теоретическому значению режима «валютного управления», можно считать современным режим валютного курса в России именно режимом «валютного управления».

Важным и необходимым замечанием здесь является то допущение, что говорить о режиме «валютного управления» можно только в разрезе потенциального объема денежной базы, сформированного с учетом изъятий в фонды и с помощью других инструментов. Однако так или иначе можно говорить о том, что формирование первичного денежного предложения в России лежит в большей степени в плоскости политики денежных властей и, поскольку представляет собой создание денег на основе иностранной валюты, связано с функциони-

рованием валютного рынка. Именно он, как следует из сложившейся ситуации, оказывает большее влияние на объем предоставляемых ресурсов, нежели другие сегменты финансового рынка.

Масштабы изъятия денежной базы, примерно равные чистым требованиям к органам государственного управления, весьма велики. Их объем составлял от 30 до 140% фактической величины денежной базы, что позволяет говорить о ее существенном, в отдельные годы более чем двукратном, сокращении по сравнению с потенциально возможной.

График 3

Источник: Составлено по данным Обзора центрального банка ЦБ РФ за соответствующие годы.

Выводя часть иностранных активов из процесса создания денежной базы, денежные власти России удерживают при этом валютный курс, примерно соответствующий полному объему эмиссии на всю сумму иностранной валюты, таким образом одновременно снижая денежное предложение и удерживая заниженный курс национальной валюты. Такой подход, как можно заметить, в значительной степени стимулирует развитие экспортно-ориентированных отраслей и в то же время значительно сокращает объем ресурсов, доступных для привлечения на внутреннем финансовом рынке. И если низкий курс нельзя расценивать как исключительно негативное явление, в той или иной степени, по мнению некоторых исследователей, поддерживающее существование российских промышленных предприятий в конкурентной борьбе с импортной продукцией, то сжатие денежного предложения в условиях острой потребности экономики в ресурсах представляется возможным оценить именно так. Причем, как следует из приведенных данных, эмиссия полного

объема денежной базы не приведет к изменению валютного курса.

Таким образом, рассмотрев характер формирования первичной ликвидности в финансовой системе России, можно сделать вывод об основных причинах, объясняющих весьма низкий объем ресурсов, доступных для перераспределения на финансовом рынке. Центральной проблемой является острый недостаток долгосрочных источников финансирования как банковской системы, так и предприятий реального сектора. И те, и другие, в меру масштабов деятельности и возможности привлечения средств, прибегают к внешним заимствованиям для получения необходимого объема ресурсов.

Насколько можно судить, одним из первостепенных факторов, накладывающих ограничение на величину доступных средств, является политика денежных властей, выражающаяся не только в специфическом режиме эмиссии национальной валюты, полностью зависящем от притока экспортных доходов, но и в целенаправленном сжатии денежного предложения. Необходимо все же отметить, что, по мнению автора, достижение большего объема ресурсов финансового рынка является необходимым, но недостаточным условием оптимизации структуры перераспределения средств. В сложившихся обстоятельствах рост объема предложения на денежном рынке и рынке капитала, вероятнее всего, приведет к усилению существующих диспропорций в пользу высокодоходных отраслей реального сектора экономики и спекулятивных сегментов самого финансового рынка.

Тем не менее при сохранении существующего дефицита финансовых ресурсов для отраслей, испытывающих острую потребность в них, возможность привлекать заемные средства в значительной степени остается ограниченной.

Manuylov K.E. Resources of the Russian Financial Market.

Summary: The article highlights the basic factors, defining the amount of resources available at Russian financial market, as well as the causes of long-term capital deficit. Special attention is drawn to analysis of monetary policy of the Central bank of Russian Federation, which has had a major impact on capital supply at the national financial market in recent years.

Ключевые слова

Финансовый рынок, реальный сектор экономики, перераспределение финансовых ресурсов, денежно-кредитная политика, денежная база, валютный курс

Keywords

Financial market, real economy, redistribution of financial resources, monetary policy, monetary base, exchange rate

Примечания

1. Данилов Ю.А. О мифах фондового рынка. Доклад на семинаре «Институциональные проблемы российской экономики». М.: ГУ ВШЭ, 2003.
2. Мануйлов К.Е. Оценка роли финансового рынка в развитии реального сектора экономики России. Вестник МГИМО. 2012. №2(23).
3. Дворецкая А. Е. Долгосрочное банковское кредитование как фактор эффективного финансирования экономического роста. Деньги и кредит. 2007. №11.
4. Алексашенко С.В. Битва за рубль: взгляд участника событий. М.: Время, 2009. 208 с.
5. Enoch C., Gulde A.M., Are Currency Boards a Cure for All Monetary Problems? Finance & Development. IMF. №4. Vol. 35. 1998.
6. Аверин И. Currency Board в России. Материалы портала «Мировая и рыночная экономика». <http://economics.kiev.ua>. 2011.