

Вестник Московского университета

НАУЧНЫЙ ЖУРНАЛ

Основан в ноябре 1946 г.

Серия 6 ЭКОНОМИКА

№ 4 • 2015 • ИЮЛЬ—АВГУСТ

Издательство Московского университета

Выходит один раз в два месяца

СОДЕРЖАНИЕ

Спецвыпуск

Дорошенко М.Е. Обращение к читателям	3
Аузан А.А. Научное сотрудничество Национального банка Казахстана и экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова: первый опыт	4
Келимбетов К.Н. Современные вызовы финансовым системам развивающихся стран.	6

Финансовая экономика

Дубинин С.К., Миклашевская Н.А. Переход к свободно-му курсообразованию в России в рамках стратегии, направленной на достижение ценовой стабильности	11
Дорошенко М.Е., Березин И.С. Мегарегулирование в России на фоне финансового кризиса: первые уроки.	30
Буклемишев О.В., Данилов Ю.А., Кокорев Р.А. Мегарегулятор как результат эволюции финансового регулирования	52
Карасёв О.И., Дорошенко М.Е. Использование метода дорожных карт для формирования перспективного видения развития мегарегулирования финансового сектора в России	75
Дубинин С.К., Миклашевская Н.А., Карловская С.Б., Патрон П.А. Смена ориентиров в политике Банка России: переход к свободному курсообразованию.	99
Табах А.В., Подругина А.В. Наднациональное мегарегулирование: зарубежный опыт и перспективы ЕАЭС	122

CONTENTS

Special Issue

Doroshenko M.E. Guest Editorial.	3
Auzan A.A. National Bank of Kazakhstan and Economic Faculty of Lomonosov Moscow State University: First Steps in Cooperative Research. . .	4
Kelimbetov K.N. Top Challenges Facing Financial Systems in De- veloping Economies	6

Financial Economics

Dubinin S.K., Miklashevskaya N.A. Switching to Floating Exchange Rate in Russia under the Strategy of Price Stability	11
Doroshenko M.E., Berezin I.S. Mega-Regulation in Russia amid Financial Crisis: First Lessons Learned.	30
Buklemishev O.V., Danilov Y.A., Kokorev R.A. Mega- regulator as a Result of Evolution of Financial Regulation	52
Karasyov O.I., Doroshenko M.E. Use of a Method of Road Maps for Formation of Perspective Vision of Development of Mega- Regulation of Financial Sector in Russia	75
Dubinin S.K., Miklashevskaya N.A., Karlovskaya S.B., Patron P.A. Bank of Russia's Shifts in Policy Guidelines: Transi- tion to the Floating Exchange Rate Regime	99
Tabakh A.V., Podrugina A.V. Transnational Mega-Regulation for Eurasian Economic Union Foreign Experience and Prospects	122

Уважаемые читатели,

Этот номер журнала необычный. Он представляет собой тематический выпуск и сконцентрирован вокруг научной проблематики, рассмотрение которой было инициировано нашими казахстанскими коллегами. В 2014 г. в интересах Национального банка Казахстана экономический факультет МГУ выполнил крупный исследовательский проект, целиком посвященный изучению двух наиболее животрепещущих тем современной финансовой теории и практики в глобальном масштабе — становлению мегарегулирования и проблемам перехода к плавающему валютному курсу. Опыт России в этих актуальных областях финансовой экономики важен не только с научной точки зрения, но с прикладной — для разработки государственной политики, в том числе в связи с формированием стратегии интеграции финансовых систем стран ЕАЭС.

На страницах представленного выпуска вы найдете изложение наиболее интересных результатов, полученных в ходе реализации указанного выше исследовательского проекта. Наши публикации познакомят вас с зарубежным опытом мегарегулирования финансовых институтов до и после глобального кризиса; с опытом и перспективами создания систем регулирования наднациональных финансовых рынков; с экспертными оценками состояния и перспектив развития интегральных подходов к финансовому регулированию в России; с разработанными коллективом МГУ дорожными картами мегарегулирования в основных сферах российского финансового сектора. Вы сможете узнать мнение ведущих российских специалистов относительно предпосылок, закономерностей и рисков перехода к плавающему валютному курсу, а также ознакомиться с анализом российского опыта и перспектив перехода к плавающему валютному курсу в условиях негативных внешних шоков, с которыми столкнулась российская экономика в 2014 г.

Хотелось бы, чтобы статьи этого номера стали приглашением к плодотворной научной дискуссии по данной тематике финансово-экономических исследований, которая является сегодня актуальной не только для России и Казахстана, но и для многих других стран.

Приглашенный редактор номера,
докт. экон. наук, профессор кафедры прикладной
институциональной экономики экономического ф-та
МГУ имени М.В. Ломоносова
М.Е. Дорошенко

Авторы публикаций, принимавшие активное участие в представляемом научном исследовании, выражают благодарность председателю Национального банка Казахстана Кайрату Нематовичу Келимбетову и его коллегам за ценные замечания и советы, высказанные как во время выполнения исследовательского проекта, так и в процессе подготовки статей номера.

А.А. Аузан¹,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия)

**НАУЧНОЕ СОТРУДНИЧЕСТВО НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА
КАЗАХСТАНА И ЭКОНОМИЧЕСКОГО ФАКУЛЬТЕТА
МГУ ИМЕНИ М.В. ЛОМОНОСОВА: ПЕРВЫЙ ОПЫТ**

A.A. Auzan,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia)

**NATIONAL BANK OF KAZAKHSTAN AND ECONOMIC
FACULTY OF LOMONOSOV MOSCOW STATE UNIVERSITY:
FIRST STEPS IN COOPERATIVE RESEARCH**

Сотрудничество исследователей экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова с коллегами и партнерами из Национального банка Республики Казахстан началось не вчера. Преддверием проекта, реализация которого позволила подготовить статьи, входящие в тематический выпуск, были разработки по различным вопросам стратегии экономического развития Казахстана. У этого сотрудничества имелись, несомненно, серьезные основания. Так, с одной стороны, Республика Казахстан является признанным экспериментатором на пространстве СНГ, смело и быстро осуществляющим институциональные подвиги, которые нередко обсуждаются и долго проектируются в других странах. С другой стороны, интеллектуальный потенциал МГУ — это, по существу, результат многолетнего и многовекового сотрудничества, которое привело к рождению крупнейших научных школ и интеллектуальных направлений, полезных не только для Российской Федерации, но и имеющих определенный моральный долг перед странами и народами, принимавшими участие в их формировании.

Проект, реализованный в 2014 г., был посвящен вопросам применения опыта функционирования российского мегарегулятора и регулирования обменного курса национальной валюты на основе объявления границ коридора, но, по существу, он привел к решению более широкого круга проблем.

Институциональное проектирование мегарегулятора — одна из главных тем дискуссий в мировой финансовой практике и финан-

¹ Аузан Александр Александрович, докт. экон. наук, профессор, заведующий кафедрой прикладной институциональной экономики, декан экономического ф-та; e-mail: auzan@inp.ru

сово-экономической теории. Понятно, что здесь есть несколько ключевых тем, таких, как конструкция мегарегулятора (интегрированная или двухголовая), соотношение национального и наднационального уровней деятельности (поскольку интеграционный процесс идет одновременно с формированием мегарегулятора), смена методов регулирования и переход к свободному курсообразованию (поскольку в ряде стран процесс перехода на таргетирование инфляции совпал с этапом создания мегарегулятора) и др.

Все эти вопросы институционального проектирования и стали предметом статей казахстанских и российских авторов, представленных в специальном выпуске журнала «Вестник МГУ. Серия 6. Экономика». Думаю, что дальнейшие шаги по укреплению сотрудничества при такой его результативности являются практически неизбежными. И огромный интерес вызывает то, насколько широк и нов будет круг тем, над которыми будут работать коллеги и партнеры из Российской Федерации и Республики Казахстан.

От имени экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова я хотел бы поблагодарить руководство Национального банка Республики Казахстан не только за проделанный путь в сотрудничестве, но и за глубину тех научных вопросов, которые ставят и решают вместе с исследователями Московского университета коллеги из Казахстана. Искусство постановки вопроса чрезвычайно важно для развития науки.

К.Н. Келимбетов¹,

Национальный банк Республики Казахстан (Алматы, Казахстан)

СОВРЕМЕННЫЕ ВЫЗОВЫ ФИНАНСОВЫМ СИСТЕМАМ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН

K.N. Kelimbetov,

National Bank of Kazakhstan (Almaty, Kazakhstan)

TOP CHALLENGES FACING FINANCIAL SYSTEMS IN DEVELOPING ECONOMIES

О перспективах развития мирового финансового рынка, актуальных проблемах национальных финансовых систем, формировании моделей их развития существует значительное количество исследований самой различной направленности. При этом не прекращаются научные дискуссии и споры о наиболее эффективных и целесообразных способах и подходах регулирования и развития финансового сектора, обусловленных условиями современности, актуальными вызовами, а также обширной практикой и опытом, применяемыми в различных странах.

В этом ряду сборник, выпускаемый экономическим факультетом МГУ имени М.В. Ломоносова, занимает собственную уникальную нишу. В нем представлены интересные авторские статьи, отражающие самые разнообразные точки зрения и мнения в отношении трендов, проблем и перспектив развития финансовой системы Российской Федерации, а также задач развития финансовых рынков в контексте евразийских интеграционных процессов. Разумеется, изложенные мнения имеют как сторонников, так и оппонентов, но ценность научных исследований как раз и заключается в многополярности взглядов на конкретные вопросы и проблемы.

В конце прошлого года в Российской Федерации произошел переход к инфляционному таргетированию, что явилось логическим следствием начатых ранее реформ. Несмотря на ряд внешних шоков и проблем, в России, на наш взгляд, был сделан важный шаг, который позволит заложить ключевые основы, способные в перспективе устойчиво содействовать формированию среды для обеспечения долгосрочного экономического роста в стране.

¹ *Келимбетов Кайрат Нематович*, председатель Национального банка Республики Казахстан, член Попечительского совета экономического ф-та МГУ.

В современной мировой практике существуют различные модели регулирования национального финансового рынка. Их формат обусловлен специфичными конкретными проблемами и особенностями каждой страны. В настоящее время в Казахстане функционирует единый мегарегулятор, к созданию которого пришлось вернуться в том числе из-за размывания ответственности за стабильность всей финансовой системы между Национальным Банком и Агентством по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций, полномасштабно обострившей внутренние проблемы финансовой системы страны в период глобального финансового кризиса.

В целом опыт и практика функционирования российского финансового рынка представляет значительный интерес и практическую ценность для казахстанских специалистов, экспертов и просто читателей в свете происходящих евразийских интеграционных процессов и, в частности, мер, реализуемых и разрабатываемых для гармонизации законодательства и механизмов финансовых рынков стран — участниц ЕАЭС.

Следует отметить, что мировая финансовая система переживает сейчас непростой период своего развития. Финансовый кризис последних лет серьезно поколебал ее архитектуру. «Эпоха турбулентности», в которую вступила мировая экономическая система с момента возникновения глобального финансового кризиса 2007–2009 гг., оказывает огромное влияние на формирование новых контуров посткризисного мироустройства. Масштабы и глубина перемен определяют актуальность осмысления этих процессов.

Изменения, протекающие в мировой финансовой системе, поистине глобальны, их масштабы и последствия будут окончательно понятны, скорее всего, не раньше конца десятилетия. Однако уже сейчас можно выделить основные сдвиги, которые формируют новые вызовы для финансовой системы и ее регуляторов.

Есть основания полагать, что последствия последнего глобального кризиса для мировой финансовой системы еще в полной мере не проявились, потому что реакция отдельных национальных финансовых систем на одни и те же внешние шоки сильно различается в зависимости от кризисной предыстории. В настоящий момент можно делать лишь предварительные выводы о новой реальности, формирующейся после глобального кризиса, опираясь на ранние обратные сигналы мировой финансовой системы. Здесь можно выделить ряд факторов. Прежде всего, это **продолжающаяся глобализация**. Мало какой рынок так сильно подвержен процессам глобализации, как финансовый. Даже до кризиса практически не существовало барьеров между национальными финан-

совыми рынками, а также между основными площадками финансовых сделок. Поэтому конкуренция на финансовых рынках очень жесткая и почти во всех сегментах имеет глобальный характер. Нельзя также не отметить, что благодаря глобализации почти на всех участках финансового сектора сформировался пул глобальных игроков, которые имеют значительную рыночную власть, слабо сдерживаемую национальными границами. Рыночная власть обладает достаточно длительной инерцией, которую непросто переломить даже в кризисный период.

В ускорении процесса глобализации финансовых рынков важную роль сыграло **развитие современных цифровых технологий**. Фактически все финансовые институты мира связаны между собой в единую сеть, куда имеют доступ и индивидуальные акторы. Благодаря этому обстоятельству финансовая система функционирует круглосуточно, любая информация внутри нее распространяется практически мгновенно, стирается разница между организованными и неорганизованными торговыми площадками, лаги принятия решений постоянно сокращаются. Отсюда вытекает гибкость и непредсказуемость реакции финансовых рынков и институтов на внешние шоки, что и продемонстрировал последний кризис.

Цифровые технологии открывают широкие перспективы как для создания многочисленных финансовых инноваций, так и для придания нового качества традиционным услугам и операциям. Одновременно они же стимулируют конкуренцию за эти инновации и сокращают их жизненный цикл, делая их доступными всему миру практически сразу же после появления.

Глобализация мировых финансовых рынков влечет за собой универсализацию, т.е. стандартизацию финансовых инструментов, процедур их обращения, технологических процессов, а также финансовых институтов как в банковском, так и в небанковском секторах. Это порождает универсализацию требований ко всем элементам финансовой системы, в том числе национальным. В условиях жесткой международной конкуренции несоответствие стандартам означает вытеснение с рынка в лучшем случае в узкую национальную нишу, а в худшем — полное вытеснение. При необходимости смены стандартов такая система перестраивается дольше и сложнее, так как омертвление издержек следования отжившему стандарту встречает глубокое психологическое и институциональное сопротивление.

Оборотной стороной глобализации выступает тесная взаимосвязь всех элементов финансовой системы между собой, их взаимозависимость, переплетение. Вследствие этого при возникновении узких мест в одном или нескольких звеньях системы возникают

триггерные эффекты, распространяющиеся как по вертикали (вдоль однородных звеньев), так и по горизонтали (захватываются смежные звенья). Эффекты такого рода были хорошо заметны во время последнего кризиса, когда крах ипотечных инструментов и основанных на них деривативов в США повлек за собой падение как рынков других финансовых инструментов (в первую очередь производных), так и небанковских рынков (инвестиционные и страховые компании). Негативные явления постепенно распространились (горизонтально и вертикально) на финансовые рынки других стран, причем глубина и продолжительность падения некоторых из них были сильнее, нежели в начальных локациях.

Глобальный финансовый кризис обернулся **кризисом доверия**. Банкротство ряда финансовых институтов, имеющих рейтинг AAA (например, компании Lehman Bros), подорвало доверие не только к ним, но и к финансовым институтам в целом. Поскольку продукты финансовых институтов относятся к числу доверительных благ, отсутствие доверия подрывает спрос.

Нельзя не отметить также, что утрата доверия произошла и между самими финансовыми институтами, которые во время кризиса резко снизили или закрыли лимиты (кредитование) друг для друга. Возникло явление, характеризующееся как «паралич кредита».

В результате источники финансирования как в нефинансовом, так и в самом финансовом секторе сократились, что привело к удорожанию указанных источников. Причем эта тенденция носит долгосрочный характер, поскольку доверие утрачивается быстро, а восстанавливается очень долго. Далеко не все финансовые институты, привыкшие до кризиса к дешевым деньгам и приобретшие привычку финансировать долгосрочные обязательства с помощью краткосрочных ресурсов, в состоянии грамотно выстроить баланс между пассивами и активами при установившихся соотношениях риска и доходности. Скорее всего, многие из них еще не скоро сумеют избавиться от докризисных стереотипов относительно собственной целевой функции.

В результате описанных выше процессов финансовая система вынуждена сейчас функционировать в условиях **повышенной волатильности**. Неопределенность относительно не только отдаленного, но и ближайшего будущего повысилась за последние годы в разы. И это обстоятельство сильно затрудняет сегодня прогнозирование. Если до финансового кризиса стратегический горизонт охватывал перспективу на 15–20 лет, то сейчас можно сколько-нибудь уверенно говорить о перспективе на гораздо более короткий срок — 3–5 лет. Это указывает на то, что всем участникам финансовых

рынков придется в ближайшее время научиться работать в условиях долгосрочной неопределенности.

Перечисленные сдвиги в целом подорвали доверие к традиционным установкам в экономической политике, преобладавшим в последние десятилетия. Доверие к «невидимой руке рынка» сменилось тенденцией к усилению государственного регулирования экономики, которое получило мощный импульс в связи с необходимостью решительных антикризисных мероприятий. Эта тенденция особенно явно прослеживается в финансовом секторе, на который возлагается вина за последний кризис. Уже сейчас очевидно, что процесс ужесточения международных норм регулирования финансовых рынков станет лейтмотивом реформирования глобальной финансовой архитектуры на ближайшие годы. Наблюдается активная работа, нацеленная на усиление надзора и разработку новых, более жестких международных стандартов для финансовых институтов. Все это, вероятнее всего, означает глобальный **отход от устоявшихся в течение предыдущих десятилетий норм и правил.**

Таким образом, описанные выше факторы заставляют по-новому взглянуть на средне- и долгосрочные перспективы развития финансовой системы и формируют понимание того, что траектория развития мировой финансовой системы в ближайшие годы является трудно прогнозируемой. И всем участникам, от стейкхолдеров финансовых рынков до финансовых регуляторов, предстоит функционировать во внешней среде, волатильной и слабо релевантной для ставших почти хрестоматийными за последние 20 лет политических и экономических рекомендаций.

ФИНАНСОВАЯ ЭКОНОМИКА

С.К. Дубинин¹,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия),

Н.А. Миклашевская²,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия)

ПЕРЕХОД К СВОБОДНОМУ КУРСООБРАЗОВАНИЮ В РОССИИ В РАМКАХ СТРАТЕГИИ, НАПРАВЛЕННОЙ НА ДОСТИЖЕНИЕ ЦЕНОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Статья посвящена анализу причин и последствий политики перехода от регулируемого валютного курса к свободному курсообразованию, проводимой Банком России в рамках стратегии таргетирования инфляции. Исследуются теоретические основы данной политики. Выявлена специфика ее реализации в странах с формирующимися рынками. Особое внимание сосредоточено на особенностях перехода к свободному курсообразованию в России в условиях западных санкций и падения мировых цен на нефть. Показано, что существуют серьезные риски подобного перехода, которые должны приниматься в расчет органами государственного регулирования экономики. Делается вывод о том, что переход к свободному курсообразованию может быть целесообразным только при наличии необходимых условий.

Ключевые слова: режимы валютного курса, «управляемое плавание», свободное курсообразование, таргетирование инфляции, валютные интервенции, девальвация.

S.K. Dubinin,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia),

N.A. Miklashevskaya,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia)

SWITCHING TO FLOATING EXCHANGE RATE IN RUSSIA UNDER THE STRATEGY OF PRICE STABILITY

The article focuses on the implementation of the exchange rate policy of the Bank of Russia aimed to switch from the managed arrangement to floating under inflation targeting. It provides a theoretical framework of such policy with special regard to emerging countries. The main part of the article deals with the policy issues, which Russia has been facing within the western sanctions and oil

¹ Дубинин Сергей Константинович, докт. экон. наук, зав. кафедрой финансов и кредита экономического ф-та; тел.: +7 (495) 663-47-43; e-mail: dsk@vtbcapital.com

² Миклашевская Нина Анатольевна, канд. экон. наук, доцент кафедры политической экономики экономического ф-та, тел.: +7 (495) 939-33-03; e-mail: myklo@mail.ru

price falling at the world market. It contains the analysis of risks, which countries implementing the switching to floating may be exposed to and which should be taken into account by government authorities. Special attention is paid to the measures of economic policy to minimize the risks. It is concluded that the switching to floating may be appropriate only in case of availability of a set of required conditions.

Key words: exchange rate arrangements, “managed floating”, floating, inflation targeting, foreign exchange interventions, devaluation.

1. Целесообразность перехода к свободному курсообразованию в России

Переход к свободному курсообразованию в России в ноябре—декабре 2014 г. явился закономерным этапом последовательной реализации политики либерализации экономики, которая осуществляется российским руководством на протяжении последних двадцати лет. Как отмечают большинство исследователей, переход к инфляционному таргетированию и свободному курсообразованию в странах с формирующимися рынками с либерализованными финансовыми режимами протекает болезненнее, чем в развитых странах, и занимает более продолжительный период. Возможность центрального банка (ЦБ) воздействовать на валютный курс в этих странах определяется целым рядом показателей: сальдо платежного баланса, цена зарубежного финансирования, режим и степень волатильности валютного курса, состояние государственного бюджета, уровень инфляции.

Для развивающихся стран, которые планируют перейти к свободному курсообразованию в рамках стратегии, направленной на достижение ценовой стабильности, большое значение имеет определение степени готовности страны к подобному переходу. Необходимо оценить риски и разработать возможные меры макроэкономической политики, направленные на их ограничение. Те страны, которые обладают положительным сальдо платежного баланса, бездефицитным государственным бюджетом и относительно низкой инфляцией, располагают «большим пространством» в сфере монетарной политики [Roaf et al., 2014, p. 49].

Объявление о намерении в ближайшее время перейти к свободному курсообразованию Банк России сделал в октябре 2013 г., что было вполне оправданным в условиях направленности регулятора на достижение ценовой стабильности. Вплоть до декабря 2014 г. система определения курса рубля к бивалютной корзине на практике не претерпевала каких-либо существенных изменений. Она предполагала постоянные валютные интервенции ЦБ РФ на валютном

рынке, поэтому его политику накануне перехода к свободному курсообразованию следует характеризовать как «управляемое плавание».

Банк России изначально планировал перейти к гибкому курсу рубля с января 2015 г. Однако падение цен на нефть на мировом рынке в сочетании с введением США и ЕС санкций против ведущих банковских институтов нашей страны, прекращение кредитования российских банков и корпораций со стороны институтов глобального рынка вызвали резкое падение курса рубля. Это заставило российские денежные и финансовые власти отказаться от регулирования валютного курса в рамках коридора и ускоренно перейти к практике свободного курсообразования. При этом интервенции на валютном рынке периодически возобновляются. Они дополнены внедрением указаний и планов продажи валютной выручки для ведущих корпораций-экспортеров.

Переход к свободному курсообразованию явился логическим продолжением государственной экономической политики, направленной на включение России в процесс глобализации в качестве полноправного участника. В этой связи денежно-кредитная политика вместе с политикой валютного курса выступает составной частью государственной экономической политики, горизонт задач которой гораздо шире. Ее основными задачами являются:

- обеспечение условий для достижения устойчивого долгосрочного экономического роста;

- создание условий для использования национальной денежной единицы в качестве основного средства сбережений населения. В условиях роста числа людей пенсионного возраста данная задача становится все более важной;

- трансформация внутренних сбережений в инвестиции в национальную экономику. Недостаток внутренних сбережений для развития национальной экономики особенно отчетливо проявился под давлением западных санкций, ограничивших доступ российских экономических агентов к внешним источникам финансирования. Решение этой задачи требует таких структурных преобразований отечественных экономических и юридических институтов, которые способны обеспечить высокое доверие населения к банковской системе и иным финансовым институтам, включая страховые компании и негосударственные пенсионные фонды, что позволит создать благоприятный инвестиционный климат в стране в долгосрочном периоде.

Решению данного широкого круга задач лучше всего соответствует политика контроля и сдерживания инфляции (таргетирования инфляции) внутри национальной экономики. Ее суть состоит в выборе стабильности цен как основной долгосрочной цели де-

нежно-кредитной политики. При этом в условиях полной конвертируемости национальной валюты свободное плавание валютного курса, зависящее от спроса и предложения на валютном рынке, также является желательным инструментом денежно-кредитной политики.

Удержание инфляции на низком уровне в течение длительного времени (в соответствии с последними заявлениями Банка России, среднесрочный целевой уровень инфляции к 2017 г. должен составлять 4%) позволит существенно повысить уровень доверия к российской валюте и национальной финансовой системе. При низкой инфляции экономические агенты «фактически перестают реагировать на изменение валютного курса, поскольку он не оказывает заметного влияния на покупательную способность их доходов и сбережений. Бизнес не стремится менять цены при снижении курса, а в случае роста спроса на свою продукцию скорее повысит выпуск, чем цены» [Юдаева, 2014, с. 7]. Нечувствительность экономических агентов к колебаниям валютного курса при низкой инфляции позволяет преодолеть и такое негативное явление российской экономики, как «внутренний отток капитала», т.е. стремление к конвертации рублевых сбережений российских компаний и граждан в безналичную и наличную иностранную валюту, которое усиливается в период шоков.

Необходимость перехода к плавающему валютному курсу в рамках реализации политики инфляционного таргетирования получила теоретическое обоснование в рамках так называемой «*триады Манделлы*» [Mundell, 1963; Obstfeld et al., 2004]. Суть данной концепции состоит в том, что ЦБ не может достичь одновременно трех целей денежно-кредитного регулирования, а именно: стабильности валютного курса, отсутствия ограничений на пути международных потоков капитала и независимости монетарной политики, которая предполагает использование процентных ставок в качестве основного инструмента. Регулятор может выбрать лишь любые две из них, пожертвовав третьей. Поэтому при отсутствии ограничений на пути трансграничных потоков капитала и реализации политики таргетирования инфляции переход к плавающему валютному курсу становится неизбежным.

2. Формирование условий для перехода к свободному курсообразованию и инфляционному таргетированию

В современных условиях в странах с формирующимися рынками интересам регуляторов отвечает политика *гибкого инфляционного таргетирования*. Для развитых экономик поддержание полной за-

нотности и установление соответствующего целевого ориентира вполне обоснованно становится одной из приоритетных задач органов монетарного регулирования, поскольку как в период кризиса, так и в период вялого выхода из рецессии основная угроза исходит от дефляции со всеми вытекающими негативными последствиями — снижением производства и ростом безработицы. Но для развивающихся стран, демонстрирующих более высокие темпы экономического роста, именно высокая инфляция остается важнейшей проблемой. Она ограничивает возможности экономического развития, привлечения иностранного капитала, создания благоприятного инвестиционного климата, сдерживая развитие национальных финансовых рынков и процесс дедолларизации экономики. Поэтому в этих странах стабильности цен удастся достичь, если ЦБ одновременно будет реализовывать такие задачи денежно-кредитной политики, как развитие финансовой системы и/или стабильность платежной системы, устанавливая соответствующие целевые ориентиры. На проблемах экономического роста и занятости должно сосредоточиться правительство. Другими словами, необходимо *четко распределить роли и ответственность* между ЦБ и правительством за выполнение поставленных задач.

Страны, таргетирующие инфляцию и использующие в качестве основного операционного механизма управление процентными ставками денежного рынка, в отдельных случаях могут проводить валютные интервенции для сохранения финансовой стабильности, т.е. для корректировки резких скачков валютного курса. Но они обычно не проводят регулярных интервенций для поддержания конкретного уровня валютного курса.

Свободное определение валютного курса обеспечивает следующие *преимущества*:

- позволяет нейтрализовать в автоматическом режиме любые реальные и внешние номинальные шоки, тем самым сглаживая амплитуду колебаний платежного баланса; не допустить потери конкурентоспособности национальных товаров и услуг на внешних рынках из-за укрепления курса национальной денежной единицы;

- в экономике сырьевого типа дает возможность значительно уменьшить влияние волатильности сырьевых цен на экономику. Локальные издержки, выраженные в иностранной валюте, изменяются в том же направлении, что и цены на конечную продукцию. Это поддерживает конкурентоспособность, несмотря на колебания сырьевых цен;

- не привязывать жестко формирование предложения денег в национальной экономике к состоянию трансграничных междуна-

родных расчетов, т.е. к общему сальдо платежного баланса и динамике золотовалютных резервов (ЗВР);

- позволяет ЦБ проводить независимую денежно-кредитную политику и использовать процентную ставку в качестве ее основного инструмента;

- переход от «управляемого плавания» в рамках валютного коридора к гибкому управляемому плаванию и в перспективе — к «свободному плаванию» рубля позволяет разорвать следующий замкнутый круг: «бегство от национальной валюты» и одновременное увеличение объема рефинансирования банков со стороны ЦБ в целях стимулирования экономики в кризисных ситуациях, что ведет к скупке банками иностранной валюты.

Для оценки ситуации, сложившейся в России в 2014 г., необходимо учитывать включенность российской финансовой системы с момента начала ее формирования и до настоящего времени в контекст международных финансовых отношений, что приносит с собой дополнительные вызовы и риски. Российская финансовая система принимает на себя груз ответственности по глобальным по своей природе рискам перед населением, инвесторами-акционерами, клиентами банков, властями нашей страны. Наряду со страновыми рисками, риски мировых финансовых отношений определяют сегодня перспективы устойчивости и дальнейшего развития российских банков.

Переход к плавающему валютному курсу в странах с формирующимися рынками, экономика которых имеет сырьевую направленность, целесообразно осуществлять в рамках монетарных стратегий, ориентированных на снижение инфляции и *достижение ценовой стабильности*. Достижение ценовой стабильности и переход к плавающему валютному курсу выступают *взаимодополняющими стратегиями*, которые в долгосрочном периоде обеспечат снижение темпа роста цен, доверие к национальной валюте, увеличение национальных сбережений и условия для устойчивого экономического роста.

Задача стабилизации цен может быть реализована не только в контексте таргетирования инфляции, но и в рамках *иных стратегий* органов монетарного регулирования. Так, в качестве номинального целевого ориентира может выступать не уровень инфляции, а процентная ставка (в частности, ставка по краткосрочным операциям РЕПО), которая устанавливается и регулируется в соответствии, например, с правилом Тейлора, или различные параметры денежной массы, такие, как размер внутреннего кредита, денежная база, денежный агрегат M2 или темпы их изменения.

Однако, как показывает опыт центральных банков, таргетирование процентной ставки — более сложная задача, которая требует расчета «естественного уровня» процентной ставки, что является проблемой даже для регуляторов развитых стран [Galí, Gertler, 2007]. При таргетировании денежной массы целевые показатели денежных агрегатов, устанавливаемые монетарными властями, на практике часто подвергаются пересмотру ввиду непостоянства и непредсказуемости поведения спроса на деньги, а также в результате постоянных финансовых инноваций и наличия проблем, связанных с крайне ограниченными возможностями государственного регулирования финансовых рынков. Это подрывает доверие к ЦБ со стороны экономических агентов и усиливает инфляционные ожидания, создавая дополнительные трудности на пути поддержания устойчивого экономического роста и ценовой стабильности [Mishkin, 1998].

Таким образом, стратегия инфляционного таргетирования лучше всего способствует достижению ценовой стабильности, что предполагает прозрачность политики ЦБ, дисциплинирует регулятора и повышает уровень его ответственности.

Переход к плавающему валютному курсу либо должен предшествовать политике инфляционного таргетирования, либо происходить одновременно с переходом к ней, поскольку регулирование валютного курса в любой форме не позволяет использовать процентные ставки в качестве основного инструмента монетарной политики, а это является условием эффективности политики таргетирования инфляции.

В то же время многие исследования свидетельствуют о положительной роли политики регулируемого валютного курса в период подготовки и создания условий для перехода к таргетированию инфляции. Если ЦБ эффективно управляет валютным курсом, то степень доверия к нему со стороны экономических агентов усиливается. Поэтому когда он начнет влиять на инфляционные ожидания, уже будет сформировано устойчивое доверие к его будущим действиям, и процесс перехода к политике таргетирования инфляции значительно упростится [Ostry et al., 2012].

Установлению плавающего валютного курса в контексте инфляционного таргетирования должно предшествовать *введение полной конвертируемости валюты* (снятие ограничений по сделкам с валютой как по счету текущих операций, так и по финансовому счету платежного баланса). Это связано с тем, что политика таргетирования инфляции, основным инструментом которой выступает процентная ставка, предполагает наличие достаточно развитого финансового рынка с широким доступом к финансовым ресурсам

остального мира и возможностями страны беспрепятственно заимствовать на внешних рынках капитала. С ростом финансовых потоков между внутренними секторами экономики и внешним миром у ЦБ сильно снижаются возможности поддерживать стабильный курс национальной валюты. Таким образом создаются *объективные предпосылки* для повышения гибкости курсовой политики.

Переход к плавающему валютному курсу в контексте таргетирования инфляции требует подготовительного периода, в рамках которого регулятором должны быть решены определенные задачи.

Во-первых: необходимо «запустить» работу *механизма процентных ставок* (в качестве основного инструмента своей политики ЦБ может использовать ставку рефинансирования, межбанковскую процентную ставку, ставку РЕПО, уровень которой задается ключевой ставкой и т.п.), что предполагает не только развитие эффективного и ликвидного *рынка межбанковского кредитования (денежного рынка)*, но и других сегментов финансового рынка, в том числе *формирование рынка долгосрочных долговых инструментов*.

Задача формирования национального рынка долговых инструментов в сегменте государственных ценных бумаг должна решаться *регулятором совместно с правительством*. Даже при наличии сбалансированного государственного бюджета или при его профиците Минфин по решению правительства должен начать выпуск государственных облигаций с различными сроками погашения. Это позволит расширить объемы сделок на рынке долговых инструментов и создать условия для выхода регулятора на вторичный рынок в целях проведения операций на открытом рынке, используя их в качестве одного из инструментов монетарной политики.

Необходимо также создавать производные финансовые инструменты, позволяющие хеджировать валютные риски, которые неизбежно возрастут накануне и в момент перехода к плавающему валютному курсу. Экономические агенты могут понести большие потери в силу невозможности заключения различного рода форвардных контрактов или переключения спроса с валютного рынка на другие сегменты финансового рынка, например на рынок государственных облигаций. Поэтому появление подобных инструментов, страхующих валютные риски, будет сдерживать спекулятивные натиски на валюту и панику на валютном рынке.

Во-вторых: нужно перейти *от фиксированного валютного курса к «управляемому плаванию»* в рамках широкого диапазона колебаний курса национальной валюты с его последующим расширением, а затем отказом в пользу плавающего валютного курса (гибкого «управляемого плавания» и в перспективе — свободно плавающего курса). Переходить от жестко фиксированного курса сразу к пла-

вающему, минуя режим «управляемого плавания», опасно, поскольку при отказе от фиксации валютного курса существует высокая вероятность обвала валютных рынков в результате значительного обесценения национальной валюты и дестабилизации всей финансовой системы. Российская практика использования стоимости бивалютной корзины в качестве *операционного ориентира* (при проведении Банком России операций на внутреннем валютном рынке) с установлением плавающего интервала ее допустимых значений (*валютного коридора*) и с корректировкой границ в зависимости от объема валютных интервенций доказала свою жизнеспособность и может успешно применяться ЦБ развивающихся стран при переходе к «управляемому плаванию».

Корзина может формироваться из двух или нескольких валют. Целесообразно составлять ее из тех валют, в которых осуществляются основные международные сделки страны с внешним миром. В этом случае значение обменного курса будет определяться как средневзвешенное в соответствии с удельным весом каждой валюты в суммарных международных расчетах. Так, например, для казахского тенге корзина может быть составлена из доллара, рубля и евро или доллара и рубля. Нецелесообразно включать в корзину китайский юань, так как он фиксирован к доллару и в настоящее время не является свободно плавающей валютой.

В начале перехода к «управляемому плаванию» в рамках широкого валютного коридора следует последовательно *ограничивать масштабы валютных интервенций*, целью которых должно стать не только поддержание валютного курса в рамках коридора, но и воздействие на процентные ставки на рынке межбанковского кредитования.

Резкое обесценение валюты может произойти накануне перехода к плавающему валютному курсу, когда рынок будет стремиться «нащупать» равновесное значение валютного курса. Так, в России, когда стало очевидным, что ЦБ РФ планирует переход к плавающему валютному курсу в начале 2015 г., валютный рынок отреагировал обвалом; с конца октября до середины декабря 2014 г. постоянно устанавливались все новые и новые рекордные значения курса рубля относительно доллара и евро.

В-третьих: разработать *целевые показатели инфляции на среднесрочную перспективу* с разбивкой по годам, основываясь на существующих моделях прогнозирования инфляции. Экономические агенты ориентируются в своих действиях не столько на текущую ситуацию, сколько на ожидаемые в будущем значения основных экономических показателей, в том числе на уровень инфляции, краткосрочные значения реальных процентных ставок и т.п. По-

литика ЦБ влияет на инфляцию не напрямую, а косвенно. ЦБ может воздействовать на ставки денежного рынка, которые в свою очередь влияют на другие кредитные и депозитные ставки в экономике, а также на валютный курс. Исходя из уровня ставок и динамики курса, экономические агенты принимают решения о сбережениях, инвестициях, потреблении и ценообразовании. Причем все эти решения влияют друг на друга. Поэтому влияние денежно-кредитной политики на инфляцию происходит с большим *временным лагом* [Юдаева, 2014].

Представляется правильным для ЦБ стран с формирующимися рынками с сырьевым характером экономики устанавливать среднесрочный целевой ориентир инфляции на уровне 4–4,5%, что выше целевого уровня, устанавливаемого ЦБ развитых стран (2%). Это объясняется тем, что в этих странах выше разрыв в уровне цен между различными группами товаров, относительные цены колеблются достаточно существенно, особенно в периоды резких изменений конъюнктуры на мировом рынке сырьевых ресурсов.

В-четвертых: укреплять *de-jure* и *de-facto* независимость ЦБ и повышать доверие к нему со стороны экономических агентов как к институту, приоритетная цель которого — борьба с инфляцией. Институциональная независимость ЦБ должна быть закреплена на законодательном уровне. Он должен обладать независимостью, которая предоставляет свободу в выборе инструментов для достижения целевого уровня инфляции. Кроме того, независимость ЦБ не совместима с принципами фискального доминирования, когда правительство заимствует у ЦБ напрямую для покрытия бюджетного дефицита. Дополнительная эмиссия государственных облигаций должна поглощаться внутренним финансовым рынком, поэтому достаточная степень развития последнего выступает важнейшим условием перехода к таргетированию инфляции и плавающему валютному курсу.

В случае давления на ЦБ со стороны правительства, приоритетной задачей которого выступает экономический рост, и отказа монетарного регулятора от заявленных целей по снижению инфляции и пересмотру принципов регулирования ЦБ может потерять доверие к своей политике со стороны экономических агентов. В результате непоследовательности его действий возрастет неопределенность, и, следовательно, будет нанесен ущерб процессу формирования *снижающихся инфляционных ожиданий*, что в будущем затруднит успешное проведение политики инфляционного таргетирования. Кроме того, рост инфляции и обесценение национальной валюты вновь увеличат спрос населения на иностранную валюту в качестве средства сбережения.

Формирование снижающихся инфляционных ожиданий возможно только в условиях высокого доверия к органам монетарного регулирования. Для того чтобы завоевать такое доверие, цели, которые ставят органы монетарного регулирования, должны быть долгосрочными (среднесрочными), реалистичными, выполнимыми, количественно грамотно проработанными и основываться на квалифицированных прогнозах. ЦБ должен быть готов к тому, что быстро достичь заявленных целей по сокращению инфляции, дедолларизации экономики, снижению волатильности валютного курса в развивающейся экономике ввиду слабой работы институтов не удастся. Необходимо последовательно двигаться в намеченном направлении, несмотря на возникающие препятствия. Регулятору необходимо информировать общество о задачах и результатах проводимой политики, что будет способствовать росту доверия к его действиям.

3. Определение рисков перехода к плавающему валютному курсу и меры по управлению им

При переходе к плавающему валютному курсу в рамках стратегии инфляционного таргетирования в странах с формирующимися рынками ЦБ и правительство должны оценить целесообразность проведения подобной политики и связанные с этим возможные риски, а также разработать меры, направленные на их минимизацию. Управление рисками при переходе к новой монетарной политике требует внимательного учета следующих факторов:

- не стоит отказываться от фиксации валютного курса, когда экономика слабо диверсифицирована и основная доля экспортно-импортных операций приходится на одну страну (целесообразна «привязка» к валюте страны основного торгового партнера). Однако в этом случае для достижения ценовой стабильности потребуются ограничения на пути потоков капитала;

- необходимо определить характер шоков, с которыми сталкивается экономика; так, в случае номинальных внутренних шоков (например, частых изменений спроса на деньги) для стабилизации цен лучше поддерживать режим фиксированного валютного курса;

- если в экономике доминируют жесткие цены, то в условиях сильной зависимости от колебаний мировых цен на сырье отрицательные последствия шоков лучше амортизирует фиксированный валютный курс. При жестких ценах (регулирование цен со стороны государства и/или преимущественно монополия практика ценообразования) любые действия, ведущие к изменению денежного предложения, воздействуют на выпуск, а не на цены. Если эконо-

мика с жесткими ценами в краткосрочном периоде поддерживает режим плавающего валютного курса и сильно зависит от импорта, в случае резкого обесценения валюты произойдет существенное увеличение издержек производства и сокращение совокупного выпуска. Плавающий курс в контексте таргетирования инфляции лучше работает в экономиках с гибкими ценами;

- фиксированный валютный курс может успешно существовать в развивающихся странах с сырьевой экономикой, когда в суверенные фонды изымается значительная часть нефтяной ренты (например, в странах Персидского залива). Однако в этом случае курс национальной валюты поддерживается не только с помощью инструментов монетарной политики, но и путем проведения достаточно жесткой фискальной политики;

- запоздалый переход от фиксированного валютного курса к более гибким режимам также может привести развивающуюся экономику на грань финансового кризиса. Так, в Юго-Восточной Азии после серии валютных кризисов в 1998 г. в 28 странах произошел отказ от жестко фиксированного валютного курса, причем в 23 из них он сопровождался глубочайшим финансовым кризисом [Eichengreen, 1999]. Это явилось следствием запоздалого отказа от фиксации курса. Сложная ситуация на финансовом рынке вынудила правительства и ЦБ соответствующих стран менять валютную политику в то время, когда национальная экономика находилась в тяжелых условиях;

- начало политики перехода от управляемого плавания к плавающему валютному курсу в контексте инфляционного таргетирования лучше отнести на период отсутствия шоков в экономике, поскольку ЦБ необходим хотя бы короткий период (6–9 мес.), чтобы заработал механизм процентных ставок и население увидело реальные результаты его политики. Это условие не было выполнено в РФ в период 2014–2015 гг. Свободное курсообразование стартовало фактически в разгар валютного кризиса. В условиях внешних шоков и высокой волатильности валютного курса ЦБ вынужден сосредоточиваться на широкомасштабных валютных интервенциях, что затрудняет работу механизма процентных ставок и процесс формирования снижающихся инфляционных ожиданий;

- не имеет смысла переходить к плавающему валютному курсу в рамках стратегии, направленной на достижение ценовой стабильности, если страна по каким-либо причинам воздерживается от снятия ограничений на пути международных потоков капитала;

- переход к плавающему валютному курсу сложно осуществить в условиях высокой долларизации экономики, поскольку в период, предшествующий «запуску валюты в плавание», неизбежно уси-

ляться колебания валютного курса, последствием которых может стать усиление долларизации. Так, в России в начале июня 2014 г. уровень долларизации экономики составлял 19,6%. Однако когда усилились спекулятивные атаки на рубль, российская валюта сильно обесценилась, и в конце сентября 2014 г. уровень долларизации возрос до 24% [Комментарии о государстве..., 2014, с. 26];

— если основным источником поступления валюты и денежного предложения выступает баланс текущих операций, что свидетельствует о слабой развитости финансовых рынков, переход к плавающему валютному курсу окажется преждевременным. Даже если мировая конъюнктура благоприятна (высокие мировые цены на экспорт) в данный момент и национальная валюта дорожает, любой негативный шок может привести к резкому изменению ситуации в противоположном направлении: спекулятивным атакам на валюту, ее значительному обесценению и усилению волатильности валютного рынка. В этом случае ЦБ не удастся смягчить колебания валютного курса за счет повышения процентной ставки в виду слабой реакции финансового рынка на действия регулятора.

С подобной ситуацией столкнулась Россия в 2014 г., когда в условиях ограничения внешнего финансирования в связи с западными санкциями курс рубля стал определяться притоком валюты главным образом по балансу текущих операций. Падение мировых цен на нефть усилило пессимистические ожидания инвесторов. Повышение Банком России ключевой ставки до уровня 17% в декабре 2014 г. не смогло в полной мере сдержать спекулятивные натиски на рубль и быстро ограничить спрос на иностранную валюту. Некоторой стабилизации ситуации на валютном рынке удалось достичь лишь в феврале 2015 г., а в начале марта курс рубля относительно доллара начал укрепляться и вернулся к значениям декабря 2014 г.

Переход к плавающему валютному курсу в контексте политики, направленной на достижение ценовой стабильности, — важнейшая задача, возлагаемая на ЦБ. Однако она может быть успешно решена в рамках *комплексной государственной экономической политики*, подкрепленной соответствующими нормативными и законодательными актами. Такая политика включает прежде всего структурные реформы, направленные на уход от сырьевой экономики и на ее диверсификацию, что позволит минимизировать отрицательные последствия внешних шоков, а также на формирование благоприятного инвестиционного климата, способствующего притоку прямых иностранных инвестиций.

Первоочередной задачей правительства должно быть недопущение вовлечения ЦБ в процесс финансирования бюджетного де-

фицита, если этот дефицит возникнет. Если ЦБ будет вовлечен в процедуру обязательного выкупа гособлигаций, выпущенных правительством, то он не сможет осуществлять полный контроль над своим балансом, а следовательно, не сможет контролировать полностью процесс предоставления ликвидности и формирования инфляционных ожиданий. Вторичная цель в виде государственного финансирования будет подрывать основную цель ЦБ и тем самым не позволит достичь ценовой и финансовой стабильности.

Необходима *координация макроэкономической политики* для ускорения процесса формирования снижающихся инфляционных ожиданий, поскольку ЦБ не может непосредственно воздействовать на немонетарные факторы инфляции. Однако он может ослабить их влияние на цены, координируя свою политику с действиями правительства как на национальном, так и на региональном уровне, в частности в вопросах согласования сроков введения новых налогов, повышения тарифов естественных монополий, степени сбалансированности государственного бюджета и т.п. Сильный удар по процедуре формирования инфляционных ожиданий могут нанести непредсказуемые действия правительства (например, неожиданное введение новых налогов).

Предметом особой озабоченности ЦБ и правительства должны быть *внезапные оттоки/притоки капитала* в экономику. При неблагоприятной экономической конъюнктуре страна столкнется с *оттоком капитала* и *обесценением национальной валюты*, что может усилить инфляционные тенденции. Для противостояния возросшей волатильности валютного курса ЦБ должен располагать необходимым объемом ЗВР. В соответствии с мировой практикой, минимально достаточной считается величина международных резервов, покрывающая трехмесячный объем импорта товаров и услуг. Кроме этого уровень ЗВР должен превышать пороговые значения достаточности резервов согласно критериям, включающим оценку краткосрочной внешней задолженности [Jeanne, Ranciere, 2006]. Достаточный уровень ЗВР позволит ЦБ своевременно проводить валютные интервенции и сдерживать быстрое обесценение валюты в период шоков, не нарушая выполнения обязательств страны по своевременной выплате платежей по внешнему долгу. Он будет выступать гарантом недопущения валютных кризисов и массированных спекулятивных атак на национальную валюту как в условиях подготовительного периода, так и на первых этапах политики инфляционного таргетирования, когда валютные интервенции в качестве инструмента монетарной политики соседствуют с процентной ставкой.

При благоприятной конъюнктуре на рынке сырьевых ресурсов будет происходить мощный приток капитала в национальную экономику. В этих условиях курс на ценовую стабильность приведет на первом этапе к ускоренному укреплению национальной валюты, которое часто рассматривается как крайне негативное событие. Представляется, что подобные опасения преувеличены. Укрепление реального курса национальной валюты оказывает комплексное воздействие на экономику. С одной стороны, это эффект дохода, приводящий к увеличению доходов населения и удешевлению импорта, что положительно сказывается на снижении инфляции и экономическом росте. С другой — это эффект замещения, проявляющийся в снижении конкурентоспособности отечественных товаров, замедляющих экономический рост [Улюкаев, Куликов, 2007].

Следовательно, ЦБ и правительство должны быть готовы к подобным внешним шокам, и их политика должна быть в первую очередь направлена на смягчение отрицательных последствий внезапных оттоков/притоков капитала.

Большую опасность для стран с формирующимися рынками представляют спекулятивные краткосрочные потоки капитала, так называемые горячие деньги. Политика, направленная на регулирование краткосрочных потоков капитала, должна быть сконцентрирована на создании условий, *ограничивающих приток «горячих денег»* в экономику, и на разработке мер, *противодействующих резким оттокам краткосрочного капитала* в период шоков.

Одна из возможных мер контроля над краткосрочными потоками капитала — *введение налога на финансовые операции*, связанные с покупкой национальных активов иностранцами (*налог Тобина*). Введение подобного налога позволяет ограничить приток краткосрочного спекулятивного капитала (а следовательно, и потенциальную угрозу широкомасштабного оттока капитала в условиях ухудшения мировой конъюнктуры), сдерживать давление на валютный курс и сохранить конкурентоспособность экспорта, предотвратить появление финансовых пузырей, связанных с быстрым ростом спроса на национальные активы.

Макроэкономическая политика в период притока капитала в экономику должна быть направлена на *стимулирование притока портфельных инвестиций на рынок акций*, а не на рынок денежных инструментов. Иностранные инвесторы рассматривают такие страны как экономики с *наиболее благоприятным инвестиционным климатом, более развитым фондовым рынком и более низкими финансовыми рисками*. Например, в период глобального кризиса 2008—2009 гг. в Бразилии и Индии отток портфельных инвестиций, основная доля которых приходилась на акции, оказался суще-

ственно ниже, чем в России, где в структуре портфельных инвестиций преобладали потоки спекулятивного капитала (иностранные активы преимущественно размещались в банковские депозиты, государственные, муниципальные и корпоративные облигации).

Объектом пристального внимания должна стать *стабильность финансовой системы*, разработка и реализация политики, направленной на поддержание финансовой устойчивости, что предполагает *наличие фискальной и финансовой дисциплины*.

В подготовительный период желательна *сбалансированность бюджета правительства или незначительный бюджетный дефицит*. Большое значение при переходе к плавающему валютному курсу имеют показатели *внешней задолженности*. Они не должны превышать допустимые значения (60% ВВП), поскольку в случае резкого обесценения валюты произойдет рост стоимости внешнего долга и увеличение расходов на его обслуживание.

По данным Банка России, на 1 октября 2014 г. внешняя задолженность РФ в целом составляла 678 435 млн долл. Из общей суммы внешнего долга на федеральные органы управления приходилось лишь 47 681 млн долл. Остальная часть долга, более 630 млрд долл., — это задолженность корпоративного сектора. Внешний долг российских банков составлял 163 млрд долл. в 2011 г. и 207 млрд долл. в июле 2014 г. [Ершов, 2014, с. 32–33]. Санкции весны — лета 2014 г. поставили российские корпорации и банки перед проблемой невозможности рефинансировать на международном рынке иностранную задолженность. Во второй половине прошлого года резко вырос спрос на иностранную валюту, необходимую для обслуживания корпоративных и банковских долгов. В течение 2014 г. объем погашенного долга составил около 60 млрд долл. В следующем 2015 г. эта цифра составит около 100 млрд долл. Данная задача тем более актуальна, что общая российская внешняя задолженность является весьма существенным фактором, который будет оказывать влияние на макроэкономическую стабильность национальной экономики.

В условиях усиления глобализации финансовых рынков рост внешней задолженности негосударственного сектора — это объективный процесс, который является показателем степени зрелости рыночной экономики страны. Поэтому усилия регулирующих органов должны быть сосредоточены не на отмене (ограничении) либерализации потоков капитала, а на контроле за деятельностью различных звеньев финансового сектора экономики, не подрывающем рыночные принципы ее функционирования. Это требует и расширения целей монетарной политики ЦБ, в качестве одной

из которых должно выступать поддержание стабильности финансовой системы.

Институты развивающейся финансовой системы зачастую оказываются слишком слабыми и неустойчивыми для оказания сопротивления различного рода шокам без энергичной поддержки со стороны ЦБ РФ и Минфина России. Банк России и правительство должны заранее разрабатывать комплексы мер, направленные на минимизацию рисков и потерь, связанных с переходом к свободному курсообразованию в рамках стратегии инфляционного таргетирования. Невыполнение данного условия может привести к обострению ситуации на финансовых рынках, о чем свидетельствует поведение российского валютного рынка в 2014 — начале 2015 г.

Снижение номинального курса российского рубля с весны 2014 г. до начала 2015 г. составило в совокупности около 80%. При использовании показателя эффективного реального курса рубль демонстрирует меньший масштаб девальвации. Учет высокого уровня внутренней инфляции в экономике РФ показывает значительный рост эффективного реального курса рубля в предшествующий период 2011—2013 гг. Все это создавало объективные предпосылки для снижения курса рубля. Однако ускорение данного процесса в сентябре—декабре 2014 г. происходило под непосредственным влиянием комплекса внешнеэкономических и внешнеполитических событий в данный период.

Отказ от валютного коридора и переход к свободному курсообразованию в конце 2014 г. сопровождался столь резким обесцениванием рубля, что его не смогли предвидеть органы монетарного регулирования и поэтому оказались не готовыми своевременно минимизировать негативные последствия. Предпринятые Банком России меры по нормализации ситуации на валютном рынке (повышение ключевой ставки до уровня 17% в декабре 2014 г., введение валютного РЕПО, усиление контроля за использованием рублевых кредитов и т.д.) с целью сдержать спекулятивные атаки на рубль и панику среди населения оказывались запоздалыми. В результате росла неопределенность в экономике и в действиях ЦБ РФ. Снижение ЦБ РФ в январе 2015 г. ключевой ставки по операциям недельного РЕПО до 15% было оценено участниками рынка не как признак нормализации ситуации, а, напротив, как сигнал непоследовательности в проведении денежной политики. Снижение курса рубля продолжилось. Некоторой стабилизации удалось достичь лишь в конце февраля — начале марта 2015 г. Это позволило Банку России 13 марта 2015 г. вновь снизить ключевую ставку до 14%. Валютный рынок на действия ЦБ РФ отреагировал неко-

торым укреплением рубля. Это свидетельствовало о начавшейся нормализации ситуации на валютном рынке, явилось ответом на последовательные действия регулятора, заявившего, что начавшееся смягчение условий кредитования не означает отказа от политики, направленной на снижение инфляции.

За рассматриваемый период не произошло восстановления доверия предпринимателей, российских и зарубежных инвесторов к рублю, к российской банковской системе и финансовому рынку. По финансовому счету российского платежного баланса сильнейший отток капитала частного сектора произошел в IV квартале 2014 г. и составил 73 млрд долл., из которых 31 млрд долл. пришелся на вывоз капитала банками, 24 млрд долл. — корпоративным сектором; 18 млрд долл. — физическими лицами [Комментарии о государстве..., 2015, с. 8].

В результате финансового кризиса в 2014–2015 гг. российская экономика столкнулась со скачком инфляции, которая выросла до 11–15%. Сохраняется угроза дальнейшей эскалации роста цен. Финансовая политика ЦБ РФ и Правительства РФ в данной экстренной ситуации ориентирована на выполнение антикризисной программы, стабилизацию рынков, прежде всего на валютную стабилизацию. После реализации этой первой фазы преодоления кризиса необходимо будет вновь обратиться к задачам снижения инфляции и создания благоприятных условий для инвестиций. Их решение включает в себя последовательное проведение политики инфляционного таргетирования.

Список литературы

Ершов М. О новых финансовых механизмах в условиях санкций // Аналитический банковский журнал. 2014. № 9 (221).

Комментарии о государстве и бизнесе // Бюллетень Центра развития НИУ ВШЭ. 2014. № 83.

Комментарии о государстве и бизнесе // Бюллетень Центра развития НИУ ВШЭ. 2015. № 85.

Улюкаев А., Куликов М. Проблемы денежно-кредитной политики в условиях притока капитала в Россию // Вопросы экономики. 2007. № 7.

Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. № 9.

Eichengreen B. Kicking the Habit: Moving from Pegged Rates to Greater Exchange Rate Flexibility // Economic J. 1999. N 109.

Galí J., Gertler M. Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation // J. of Economic Perspectives. 2007. Vol. 21. N 4.

Jeanne O., Ranciere R. The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications // IMF Working Paper. 2006. N 229.

Mishkin F. International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. Stockholm, 1988.

Mundell R.A. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rate // Canadian J. of Economics and Political Science. 1963. Vol. 29. N 4.

Obstfeld M., Jay C., Shambaugh J., Taylor A. The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility // NBER Working Paper. 2004. N 10396.

Ostry J., Atish R., Marcos C. Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies // IMF Staff Discussion. 2012. Note N 12/01.

Roaf J., Atoyán R., Joshi B., Krogulski K. 25 Years of Transition: Post-Communist Europe and the IMF. Washington, IMF, 2014.

The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

Ershov M. O novyh finansovyh mehanizmah v uslovijah sankcij, *Analiticheskij bankovskij zhurnal*, 2014, N 9 (221).

Kommentarii o gosudarstve i biznese, *Bjulleten' Centra razvitija NIU VShJe*, 2014, N 83.

Kommentarii o gosudarstve i biznese, *Bjulleten' Centra razvitija NIU VShJe*, 2015, N 85.

Uljukaev A., Kulikov M. Problemy denezhno-kreditnoj politiki v uslovijah pritoka kapitala v Rossiju, *Voprosy jekonomiki*, 2007, N 7.

Judaeva K. O vozmozhnostjah, celjah i mehanizmah denezhno-kreditnoj politiki v tekushhej situacii, *Voprosy jekonomiki*, 2014, N 9.

М.Е. Дорошенко¹,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия),

И.С. Березин²,

Исследовательский холдинг «РОМИР Мониторинг» (Москва, Россия)

МЕГАРЕГУЛИРОВАНИЕ В РОССИИ НА ФОНЕ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА: ПЕРВЫЕ УРОКИ

Статья обобщает результаты первых этапов институционального проектирования российского мегарегулятора в условиях сложного внешнего окружения. На основе анализа информации, полученной в ходе экспертных интервью с сотрудниками Банка России и стейкхолдерами финансовых рынков, делаются выводы об основных успехах и потенциальных институциональных провалах первых этапов развития мегарегулирования в нашей стране.

Ключевые слова: мегарегулирование, центральный банк, институциональное проектирование мегарегулятора, контроль и надзор за финансовыми рынками.

M.E. Doroshenko,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia),

I.S. Berezin,

Romir Research Holding (Moscow, Russia)

MEGA-REGULATION IN RUSSIA AMID FINANCIAL CRISIS: FIRST LESSONS LEARNED

The paper generalizes the beginnings of institutional design and development of financial mega-regulator in Russia within the challenging economic environment. Empirical background involves qualitative studies in the form of expert interviews with staff members of the Bank of Russia and with financial market stakeholders. We use expert assessments supported by our own desk research for analytical treatment of successes and potential institutional failures at the first steps of financial mega-regulation in Russia.

Key words: mega-regulation, central banking, institutional design of financial mega-regulator, control and supervision over financial markets.

¹ *Дорошенко Марина Евгеньевна*, докт. экон. наук, профессор кафедры прикладной институциональной экономики экономического факультета МГУ, зав. аналитическим отделом ИСИЭЗ НИУ ВШЭ; тел.: +7 (916) 688-62-58; e-mail: mdoroshenko@hotmail.com

² *Березин Игорь Станиславович*, ведущий эксперт; тел.: +7 (903) 788-33-43; e-mail: berezin@nln.ru

С 1 сентября 2013 г. финансовый сектор нашей страны работает в новой реальности: появился единый мегарегулятор, созданный на основе Банка России. Это событие носило неоднозначный характер. По поводу создания мегарегулятора и его институционального проектирования велись и ведутся дискуссии. К тому же практически на первых шагах своего существования мегарегулятор столкнулся с неожиданными вызовами, связанными со второй волной экономического кризиса и пулом антироссийских санкций. В этих условиях углубленный анализ мегарегулирования в России приобретает особую актуальность.

1. Основные этапы институционального проектирования российского мегарегулятора

Превращение Банка России в мегарегулятор состоялось, когда были приняты нормативно-правовые акты, определяющие его новый статус, а именно: Указ Президента РФ от 25.07.2013 № 645 «Об упразднении Федеральной службы по финансовым рынкам, изменении и признании утратившими силу некоторых актов Президента Российской Федерации» и Федеральный закон от 23.07.2013 № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков», который вступил в силу с 1 сентября 2013 г. (за исключением отдельных положений, вступающих в силу в иные сроки) (далее — Закон № 251-ФЗ).

Закон № 251-ФЗ внес изменения в Гражданский и Налоговый кодексы, в законы «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг», «О банках и банковской деятельности», «О негосударственных пенсионных фондах», «Об инвестиционных фондах» и др. и, конечно, в закон «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

Банку России были переданы полномочия Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) в части контроля и надзора за деятельностью некредитных финансовых организаций, в том числе участников рынка ценных бумаг, субъектов страхового дела и микрофинансовых организаций, бирж, инвестиционных и пенсионных фондов, а также в сфере формирования и инвестирования пенсионных накоплений.

Помимо этого Банку России передан ряд полномочий по нормативному регулированию финансового рынка. Мегарегулятор получил право издавать нормативные акты, регулирующие отношения в указанной сфере, а также право вносить в Правительство РФ проекты необходимых законов.

2 октября 2013 г. вступил в силу Федеральный закон от 02.07.2013 № 146-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», который значительно корректирует положения законов «О банках и банковской деятельности» и «О Центральном банке РФ (Банке России)».

Пока практика мегарегулирования находится в процессе становления, однако Банк России уже успел пройти на этом пути несколько важных этапов³.

Первый этап: подготовительный (до 1 сентября 2013 г.).

Целью первого этапа стало формирование нормативной базы и преодоление основных институциональных конфликтов: целеполагания, регулятивных процедур, корпоративных культур, коммуникаций и т.п. Это было очень важно, так как Банк России, в отличие от ФСФР, не входит в систему федеральных органов исполнительной власти, и его сотрудники не являются государственными служащими. Этим объясняется высокая потенциальная конфликтность объединения регуляторов, смягчение которой стало основной проблемой подготовительного этапа.

Второй этап: начало работы и реорганизация (сентябрь 2013 г. — март 2014 г.).

Основной задачей второго этапа стала интеграция ФСФР в структуру мегарегулятора. Для этого потребовалась реорганизация, так как ни управленческие структуры, ни управленческие практики двух регуляторов не были конгруэнтны.

Главными достижениями второго этапа стали:

- сохранение кадрового потенциала;
- обеспечение непрерывности текущих бизнес-процессов;
- обеспечение выполнения утвержденных планов и стратегий по нормотворческой и законодательной деятельности;
- анализ имеющихся ресурсов и бизнес-процессов;
- разработка новой организационной структуры;
- оценка персонала и переход на новую организационную структуру;
- определение приоритетов деятельности мегарегулятора.

Отдельно следует отметить важную процедуру, осуществленную мегарегулятором по формированию основных направлений своей деятельности и ключевых показателей эффективности собственной работы (KPI). Эта процедура впервые проводилась по принципу «снизу вверх» и вызвала одобрение участников финансовых

³ Источник: презентация первого заместителя председателя Банка России С.А. Швецова на экономическом факультете МГУ имени М.В. Ломоносова. Москва. 27.06.14.

рынков. Как они сами признались в ходе полученных авторами статьи интервью, *«впервые решение регулятора было основано на наших пожеланиях, а не спущено нам сверху; раньше такого внимания к нашему мнению мы не видели»*.

В качестве первого шага основным участникам рынка было предложено сформулировать свои пожелания к будущей деятельности мегарегулятора и к показателям эффективности его работы. Предложения Банку России готовились девятью рабочими группами, сформированными по секторам, попадающим в зону ответственности мегарегулятора. Были зафиксированы проблемы и узкие места в каждом секторе, а также обозначены целевые показатели (KPI). Получилось 202 «добрых дела» для мегарегулятора.

Вторым шагом стала группировка предложений и ранжирование их по степени актуальности. Каждому предложению был присвоен ранг от А до D, где А — наивысшая актуальность, D — наименьшая. В итоге «добрых дел» стало 233, и их перечень превратился в действующий рабочий документ Банка России [Инициативы профессионального сообщества..., 2014].

Третий этап: развитие и гармонизация подходов к регулированию секторов финансового рынка (с марта 2014 г.).

Третий этап рассматривается мегарегулятором как достаточно протяженный во времени (не менее чем до 2018 г.), поэтому сейчас можно говорить только о его укрупненных целях и задачах (табл. 1).

2. Мегарегулирование в России: за и против

Мировая практика регулирования финансового сектора не свидетельствует однозначно в пользу того, что мегарегулятор является оптимальным надзорным институтом. Предыстория его создания в России показала, что и в нашей стране такой очевидности не было. И сторонники, и противники мегарегулятивного подхода выдвигали множество аргументов в защиту своей позиции. Обобщив дискуссии конца 2012 — начала 2013 г., можно сформулировать основные доводы «за» и «против» мегарегулирования российского финансового сектора.

Аргументы в пользу введения мегарегулирования в России

1. Потребность в мегарегуляторе обосновывалась прежде всего необходимостью консолидации надзора над финансовым сектором, поскольку более 90% его участников входит в состав финансовых холдингов, внутри которых происходит стирание граней между различными видами финансовой деятельности и развиваются комбинированные финансовые продукты. При разделении надзора по функциональному признаку каждый надзорный орган

Планируемое содержание третьего этапа становления мегарегулятора в России

Цели	Действия	Измерение результата
Повышение роли небанковского сектора на финансовом рынке	Стандартизация продуктов. Принципиальное улучшение финансовой устойчивости поставщиков финансовых услуг. Повышение уровня финансовой грамотности и уровня защиты прав потребителей услуг на финансовом рынке. Создание условий для привлечения капитала в отрасль	Соотношение страховых премий к ВВП. Соотношение активов под управлением к ВВП. Доля акций в портфелях под управлением. Вклад отрасли в рост ВВП, занятость и бюджет. Соотношение депозитов населения к инвестициям населения в иные инструменты финансового рынка
Создание и поддержание справедливой конкурентной среды, создание условий для роста качественных инвестиций в отрасль	Калибровка стоимости «входного билета». Стандартизация продуктов. Определение минимальных требований к операционной непрерывности. Определение требований к системе управления рисками. Устранение из бизнеса недобросовестных участников. Контроль состава акционеров	Доходность отраслей на вложенный капитал. Рост капитала поставщиков финансовых услуг, в том числе за счет инвестиций. Снижение стоимости услуг для потребителей. Выравнивание доходности и затрат на потребителей. Повышение стоимости лицензии на вторичном рынке
Повышение доступности финансовых услуг для населения, малого и среднего бизнеса	Переход на безбумажные технологии. Стандартизация продуктов. Использование удаленных каналов дистрибуции, в том числе мобильных устройств	Рост охвата финансовыми услугами Рост объемов продаж финансовых продуктов

Цели	Действия	Измерение результата
Оптимизация регуляторной и надзорной нагрузки	Устранение избыточной отчетности. Оптимизация администрирования по ФЗ № 115. Введение пруденциального надзора, основанного в том числе на новом плане счетов и технологии XBRL. Отказ от использования бумажного носителя. Гармонизация элементов регулирования и надзора за некредитными и кредитными организациями. Вовлечение СРО в надзор за некредитными финансовыми организациями	Снижение материальных и временных издержек участников на составление отчетности. Повышение качества отчетности. Исключение дублирования данных. Рост сравнительной конкурентоспособности российской юрисдикции в части противодействия отмыванию и ФТ без потери качества. Устранение неоправданного регулятивного арбитража между секторами финансового рынка. Устранение неоправданной административной нагрузки. Развитие взаимодействия подразделений Банка России и повышение качества надзора
Запуск механизмов долевого финансирования	Со стороны спроса: — создание условий для формирования внутреннего инвестора (реформа НПФ, инвестсчета физлиц); — внедрение кодекса корпоративного управления; — упрощение доступа иностранных инвесторов на российский рынок; — создание системы защиты прав миноритарных акционеров. Со стороны предложения: — создание налоговых стимулов для публичных компаний; — перенастройка системы раскрытия информации; — приватизация акций госкомпаний на ФБ ММВБ	Число IPO/SPO и объем размещения. Снижение спреда между акциями и DR. Снижение дисконта по российским акциям по отношению к аналогам из стран БРИКС

Источник: составлено на основе презентации первого заместителя председателя Банка России С.А. Швецова на экономическом факультете МГУ имени М.В. Ломоносова. Москва. 27.06.14.

контролирует только часть деятельности одной и той же организации. В результате этого появляются дублирование функций, избыточность издержек надзора, провалы координации, регулятивный арбитраж, наличие избыточного регулирования одних сфер деятельности при недостатке или даже отсутствии регулирования других. К тому же взаимопроникновение различных видов финансовой деятельности порождает и межсекторальную диффузию рисков: внутрисекторальные (частные) риски распространяются на другие сектора финансовой системы, превращаясь в системные (общие) риски; за этим не могут уследить узкоспециализированные регуляторы, не имеющие общей картины происходящего в финансовой системе в целом.

2. Надзор над финансовой системой России был институционализирован фрагментарно. Жестко регулируемый банковский сектор сосуществовал, например, с практически совсем не регулируемым сектором микрофинансовых организаций, что давало простор злоупотреблениям и недобросовестной конкуренции. Создание мегарегулятора расширяет возможности как для микро-, так и для макропруденциального надзора и позволяет сочетать целостное видение финансового сектора с адресным надзором, учитывающим специфику отдельных секторов.

3. Мегарегулятор может эффективнее осуществлять мониторинг. Раньше Банк России не имел права требовать сведений от небанковских институтов, поэтому те, кто не хотели предоставлять информацию, ее не предоставляли. Теперь мегарегулятор получает полную информацию. Отсюда вытекает вектор положительных эффектов разного уровня:

3.1) раньше отраслевые стандарты разрабатывал Минфин, и они не всегда были хорошо адаптированы (например: у страховых компаний были те же самые счета финансового учета, что и у нефинансовых организаций). Теперь мегарегулятор разрабатывает собственные стандарты отчетности, отражающие специфику подведомственных секторов;

3.2) стандарты отчетности распространяются на те сектора, где они раньше отсутствовали вовсе или носили частичный характер — негосударственные пенсионные фонды (НПФ), паевые инвестиционные фонды (ПИФ);

3.3) унификация отчетности повышает прозрачность финансовой системы, а также сопоставимость различных ее звеньев. Процедуры риск-контроля и риск-менеджмента становятся единообразными, что ведет к снижению издержек контроля и надзора. Появляются возможности для проведения оперативного монито-

ринга в целях выявления и предотвращения системных рисков, в том числе на базе опережающих сигналов и стресс-тестирования;

3.4) оперативный сбор и обработка информации как на макро-, так и на микроуровне сокращают и лаг наблюдения, и лаг принятия решения, создавая возможности «тонкой настройки» политики мегарегулятора.

4. При введении мегарегулирования и консолидированного надзора возникают положительные внешние эффекты, связанные с перенесением репутационных заслуг банков на небанковские финансовые учреждения. Банки в России пока остаются единственным широко распространенным сберегательным институтом с отработанным механизмом защиты прав потребителей. При объединении банковских и небанковских финансовых институтов под единым регулятором создаются условия и стимулы для распространения позитивной репутации банковского сектора на другие сектора финансовой системы.

5. Ужесточение, а для ряда секторов появление пруденциального надзора способствует созданию финансовых инноваций, нацеленных на адаптацию к новым надзорным требованиям. Возникает стимул к расширению продуктовых линеек финансовых организаций, формированию комбинированных финансовых продуктов, проведению более активной и диверсифицированной маркетинговой политики и в конечном счете — к лучшему удовлетворению потребностей населения и повышению его финансовой грамотности.

6. Консолидированный надзор обеспечивает усиление контроля над отмыванием денег, повышает эффективность борьбы с финансовыми правонарушениями, способствует разрушению незаконных схем, выходящих за пределы банковского сектора, элиминирует возможности регулятивного арбитража. Единый мегарегулятор в состоянии обеспечить систематическое и непротиворечивое взаимодействие с другими органами, занимающимися борьбой с финансовыми правонарушениями — Министерством внутренних дел, Федеральной службой по финансовому мониторингу и др.

7. Появление мегарегулятора уменьшает управленческие издержки надзора за счет экономии на масштабе, сокращения части служащих прежних надзорных органов и исключения дублирования надзорных и административных функций, а также повышения производительности сотрудников вследствие более четкого разделения труда.

Однако перечисленные достоинства мегарегулятора могут и не перевешивать его недостатков. Более того, некоторые недостатки могут стать прямым следствием достоинств.

Аргументы противников мегарегулирования в России

1. Мегарегулятор целесообразно создавать для управления крупным финансовым сектором, отличающимся значительной диверсификацией и более-менее сопоставимым весом отдельных секторов. Российский финансовый рынок не удовлетворяет этим условиям ни по масштабам, ни по равномерности развития (табл. 2).

Таблица 2

Сравнение финансового сектора России со среднемировыми показателями

Показатель	Текущий уровень (%)	Средний показатель по миру (%)
Капитализация рынка ценных бумаг, % ВВП	63	207
Доля инструментов фондового рынка в активах населения	8,8	32
Активы пенсионных фондов, % ВВП	5,4	77
Активы ПИФов, % ВВП	0,2	30
Премии по страхованию жизни, % ВВП	0,1	4
Доля акций в портфелях пенсионных фондов	2,0	35
Доля иностранных инвесторов в торгах акциями	37	45
Доля внутреннего рынка в объеме торгов российскими акциями	53	75
Доля размещений российских компаний на внутреннем рынке	43	90

Источник: презентация первого заместителя председателя Банка России С.А. Швецова на экономическом факультете МГУ имени М.В. Ломоносова. Москва. 27.06.14.

2. Монополизация надзора и регулирования финансового сектора, как и любая монополия, порождает Х-неэффективность. В результате возникает дестимулирование инновационной активности, раздувание штатов, злоупотребление властью и коррупция.

3. Мировая практика не приводит однозначных свидетельств того, что при слабости отдельных надзорных органов их слияние непременно дает позитивный синергетический эффект. Другими словами, объединение нескольких слабых регуляторов не обязательно поможет сформировать одно сильное. Более того, даже присоединение слабого регулятора к сильному не обязательно сделает слабого лучше.

4. Мегарегулирование означает переход от регулирования «по правилам» к регулированию «по принципам», которые должны стать единообразными для всех секторов. Но единообразный подход к регулированию содержит риск снижения эффективности вследствие игнорирования специфики отдельных или даже всех регулируемых секторов.

5. Концентрация функций надзора в одном органе с высокой долей вероятности приведет к порочной практике, когда мегарегулятор одновременно разрабатывает нормативы, осуществляет мониторинг их исполнения и принимает управленческие решения о судьбе финансовой организации по результатам мониторинга. Объективность и эффективность контроля при этом падают, функции инфорсменты начинают превалировать над пруденциальными.

6. Формирование крупного надзорного органа может породить не только положительные, но и отрицательные эффекты от масштаба. Сосредоточение широкого диапазона функций в руках единого органа ведет к забюрократизированности регулятивных процедур, что мешает оперативному реагированию на изменение конъюнктуры финансового сектора и увеличивает издержки регулирования.

7. В переходный период становления регулятора высока вероятность институциональных конфликтов и потерь эффективности из-за высоких издержек переключения практически во всех сферах, начиная от управленческих практик и кончая стандартами учета и отчетности и ИТ-платформами.

8. В России банковский сектор регулируется гораздо жестче, нежели небанковские учреждения. Появление мегарегулятора сформирует в обществе повышенные ожидания, связанные с тем, что и прочие сектора финансовой системы будут контролироваться так же строго, как и банки. Если мегарегулятор оправдает эти ожидания, то часть субъектов финансового рынка просто прекратит свою деятельность, так как не сможет соответствовать повышенным регулятивным требованиям.

Однако серьезные сомнения в наличии экономических предпосылок для создания мегарегулятора в условиях российской специфики не возымели действия. Уже к началу 2012 г. решение о создании мегарегулятора стало повесткой дня, а с 1 сентября 2013 г. мегарегулирование российского финансового рынка сделалось реальностью.

Первый год работы Банка России в новом качестве оказался непростым. Внутренние проблемы становления мегарегулятора наложились на сложный внешний комплекс проблем как экономического, так и политического характера. Внешние эксцессы су-

шественно деформировали рамочные условия, в которых вынужден был действовать мегарегулятор в основных зонах своей ответственности. Этим программа развертывания мегарегулирования в России отличается от зарубежных схем, и этим период с 2013 по 2014 г. представляет интерес не только в российском, но и в мировом масштабе.

К сожалению, год — недостаточно длительный срок для того, чтобы можно было в полном объеме проследить по наблюдаемым характеристикам (статистическим показателям) результаты деятельности мегарегулятора. В таких случаях обращаются к альтернативным источникам данных, в частности к качественным исследованиям.

3. Экспертный анализ первых этапов развития мегарегулятора

Для изучения эффективности начального этапа становления мегарегулятора авторы статьи провели углубленные полуструктурированные интервью с экспертами из числа руководства профессиональных организаций, крупных и средних участников рынка, а также сотрудников Банка России. Состав экспертов для интервью подбирался с учетом требований репрезентативности, представительства ключевых отраслей финансового рынка, авторитета в профессиональных и научных кругах.

Формат экспертных интервью был выбран потому, что субъективное восприятие деятельности мегарегулятора со стороны участников рынка — важнейший индикатор выполнения одного из базовых принципов институционального проектирования — вовлеченности стейкхолдеров в процесс институциональных изменений.

Методика исследования

Метод получения эмпирических данных в формате экспертных интервью относится к категории качественных исследований, задача которых — уяснить общую картину изучаемого процесса, а также экспертные мнения участников рынка, которые могут быть как консенсусными, так и уникальными, новаторскими.

В ходе качественных исследований были обеспечены следующие условия, необходимые для валидности результатов:

- 1) представлены руководители отраслевых ассоциаций, ключевых СРО, крупнейших компаний в каждой зоне ответственности мегарегулятора;
- 2) соблюдено минимальное и максимальное количество респондентов в разрезе зон ответственности;

3) При выборе респондентов отдавалось предпочтение качеству их экспертной квалификации.

Целевая аудитория — руководители или ведущие специалисты самого Банка России, а также ключевые акторы финансовой системы. Структура совокупной экспертной панели дана в табл. 3.

Таблица 3

Характеристики экспертной базы исследования

Признаки, по которым отбирались эксперты	Количество экспертов
1. Соответствие целевым сегментам	14
2. Представители инфраструктуры рынков: СРО, ассоциации, объединения	6
3. Представители международных организаций, лица имевшие возможность ознакомиться с правоприменительной практикой регулятора за рубежом	8
4. Представители бизнеса — от топ-менеджмента до активных участников отраслевых организаций	10
5. Представители регулятора, РСПП	3
6. Активно публикующиеся профильные эксперты	9

Примечание: отбор экспертов мог проводиться по нескольким критериям, поэтому сумма в правом столбце превышает общее количество интервью.

Количество респондентов в каждой группе зависело от значимости сегмента, способности респондентов высказываться в целом как по своему сегменту, так и по всему финансовому сектору, а также от стремления сгладить возможные полярные или флуктуационные мнения респондентов. Наличие представителей инфраструктурных и ключевых организаций, исследователей, специализирующихся на рынке, экспертов топ-уровня и руководителей компаний существенно повысило эффективность исследования и позволило опираться на минимальное количество респондентов в каждом секторе.

Методика обработки полученных экспертных данных основана на формулировке концепций на базе полученных фактов, а также, в случае необходимости, на количественном анализе распространенности и емкости концепций, фактов, мнений, явлений.

Основные результаты обработки экспертных мнений

1. Институциональное оформление мегарегулирования финансового сектора

В целом эксперты — участники качественного исследования поддержали переход к модели единого мегарегулирования. По их мнению, единый регулятор создается и реформируется в соответствии с вызовами времени, а уровень развития финансового сектора России действительно требует серьезных изменений в модели и подходах к регулированию отрасли. Однако нельзя не заметить, что создание мегарегулятора в виде Банка России являлось не единственным из возможных решений накопившихся проблем. Оно стало, скорее, результатом политического решения и не предварялось ни широкой дискуссией с экспертами и стейкхолдерами, ни серьезным анализом международного опыта.

Существенных претензий со стороны экспертов к институциональному оформлению мегарегулирования в России выявлено не было. В то же время у экспертного сообщества есть опасения, что из-за разведения функций надзора и регулирования различных сегментов финансового рынка по разным департаментам могут быть упущены важные вопросы в зонах их пересечения. Любые провалы координации будут приводить к возникновению регулятивных лагун и регулятивного арбитража.

2. Опора на международный опыт

Практически по единодушному мнению экспертов, международный опыт и практика применения мегарегулирования при принятии решения о наделении Банка России полномочиями мегарегулятора *«конечно, в какой-то степени учитывалась, но очень факультативно»*.

Эксперты считают, что опора на международный опыт возможна лишь тогда, когда внешний образец соответствует масштабам и уровню развития российского финансового рынка. Но опыт США, Великобритании, Нидерландов, Германии и других стран с мощными финансовыми рынками, которые служили образцами для России, таковым не является.

3. Регулятивные практики и подходы к мегарегулированию

Делать выводы относительно эффективности действующих практик Банка России в области мегарегулирования финансового рынка, по мнению участвовавших в исследовании экспертов, несколько

преждевременно. Еще только предстоит найти, возможно, методом проб и ошибок оптимальный баланс между унификацией и учетом особенностей каждого из сегментов финансового рынка.

В этой связи эксперты отмечали наличие серьезных различий между отдельными секторами мегарегулирования, среди которых основными стали:

— *барьеры входа и выхода.* В сегментах, где превалируют малые и средние предприятия, такие, как микрофинансовые организации (МФО) или негосударственные пенсионные фонды (НПФ), не существует серьезных препятствий ни для входа в бизнес (цена вопроса — порядка 40 тыс. руб., срок — в пределах трех месяцев), ни для выхода из него (достаточно вовремя вывести активы). В банковском же сегменте барьеры неизмеримо выше. У банка существует лицензия, которая может стоить не один миллион долларов, отказаться от нее без потерь невозможно, равно как и невозможно заново открыть банк без существенных финансовых и транзакционных издержек;

— *емкость рынков.* В России объем банковского рынка на порядок превышает объем всех остальных рынков финансового сектора. Внутри этих остальных секторов страховой рынок и рынок НПФ сильно опережают, к примеру, рынок МФО. Отсюда при введении единых правил возникает опасность «недорегулирования» для крупных сегментов и избыточного регулирования для относительно более мелких сегментов;

— *уровень рисков.* Традиционная банковская деятельность отличается здоровым консерватизмом, который создает определенные конкурентные преимущества (простота, понятность и доступность услуг даже для финансово малограмотных экономических субъектов) и ограничивает риски (элиминирующиеся к тому же наличием страхования вкладов). Отсюда происходит умеренная доходность банковских инструментов. Чтобы иметь возможность что-то противопоставить указанным конкурентным преимуществам, другие сегменты финансового сектора вынуждены обеспечивать более высокую доходность, в том числе за счет повышенной инновационности и технологичности своих услуг. Естественно, приходится принимать и более широкий спектр рисков. Поэтому единообразные критерии оценки рисков могут оказаться губительными для определенных сегментов финансового сектора;

— *пространственное размещение.* Банки и их отделения можно встретить практически в любом населенном пункте (пусть даже услуги будут доступны не в полном объеме). Как правило, близко к ним находятся страховые компании. А вот услуги, например, управляющих компаний и НПФ предоставляются в основном

в крупных городах. Соответственно широта источников банковских пассивов остается пока лишь мечтой для остальных участников финансового рынка;

– *конфликты интересов*. В определенных сегментах финансового сектора Банк России в течение длительного времени имел стейкхолдерские интересы, в том числе коммерческого свойства (например, в качестве акционера РТС). И хотя предпринимаются усилия по выходу из этих структур, необходимо принимать во внимание, во-первых, инерцию поведения данных структур, во-вторых, инерцию мышления соответствующих департаментов Банка России. Подобная инерция отсутствует в других сегментах финансового сектора, что предполагает асимметричность регулирования, в том числе пруденциального.

Перечисленные различия, возможно, будут сглажены на более поздних этапах становления мегарегулятора. Однако сами участники рынка в своих интервью часто высказывали сомнения о необходимости единого подхода к регулированию столь несхожих и внутренне неоднородных сегментов.

4. Взаимодействие с саморегулируемыми организациями

Как показывает зарубежный и российский опыт, саморегулируемые организации способны организовывать регулирование своих отраслей на основе принципов и качественно дополнить действия регулятора. В противоположность регулированию на основе правил, которому свойственна однозначность и юридическая точность, но медленный процесс принятия решений, регулирование на базе принципов носит более оценочный характер и способно нивелировать институциональные провалы. По мнению участвовавших в опросе, *«Мегарегулирование может эффективно существовать только при условии саморегулирования. Если не будет саморегулирования на каждом отдельном секторе, то ЦБ просто не осилит. Должен быть какой-то тип общественного договора»*.

По инициативе мегарегулятора 24 ноября 2014 г. были приняты поправки в Федеральный закон от 01.12.2007 № 315-ФЗ «О саморегулируемых организациях», которые предусматривают создание саморегулируемых организаций в 17 сферах деятельности с обязательным членством в новых СРО. Кроме того, предполагается наличие обязательных базовых стандартов для создаваемых СРО и проверка компетентности руководителей СРО мегарегулятором.

Существующие объединения участников рынка (АРБ, НЛУ, НАПФ, ВСС, РСА, НАУФОР, НАУМИР) настроены достаточно позитивно и готовы к сотрудничеству с мегарегулятором в процессе

выработки нормативных актов как напрямую, так и в рамках общественных советов. Также часть новых назначений на ключевые позиции в Банке России проводилась на основе кадрового резерва объединений участников рынка, что является залогом конструктивного диалога между мегарегулятором и СРО.

Положительные результаты перехода к мегарегулированию

По мнению экспертов, деятельность мегарегулятора с момента принятия им соответствующих полномочий в целом соответствует поставленным задачам. Действия Банка России, направленные на ужесточение надзора на «острых» направлениях, работа по созданию эффективной инфраструктуры не подвергаются существенным сомнениям и критике. К числу положительных эффектов создания мегарегулятора были отнесены:

- унифицированный мониторинг всех сегментов финансового рынка, обеспечивающий быструю и эффективную надзорную реакцию, в том числе и в отношении финансовых холдингов;

- единообразный подход к надзору, устранение дублирования надзорных функций и противоречий между различными надзорными ведомствами, постепенная унификация требований и процедур надзора;

- разрешение потенциального конфликта интересов между целями денежно-кредитной политики и задачами банковского надзора;

- повышение транспарентности административных процедур, которое способствует улучшению информационной эффективности финансовых рынков;

- улучшение качественных и количественных характеристик собираемой информации, агрегирование ее в едином центре, что позволяет лучше регулировать относительно слабо развитые сегменты;

- более гармоничное взаимодействие с финансовыми регуляторами и финансовыми институтами других стран.

Институциональные провалы и потенциальные риски мегарегулирования

В ходе интервью эксперты сформулировали ряд общих проблем в процессе интеграции функций регуляторов.

1) Кадровые проблемы

Чаще всего озабоченность участников рынка связана с качеством кадров. Эксперты говорят о «кадровом голоде» мегарегулятора, поскольку присоединение ФСФР к Банку России проводилось с переаттестацией кадров. Также отмечались случаи недооценки

руководством Банка России компетенций работников и достаточности их полномочий, конфликты с регламентами, нормативами и прочими актами, не вполне релевантными новой структуре регулятора. В частности, выражалось беспокойство относительно формирования рабочих коллективов надзорных департаментов без учета специфики сферы регулирования, особенностей бизнеса новых для мегарегулятора организаций (например, НПФ).

2) Множественность регулирования

Отдельные секторы финансового рынка зависят от ведомств за пределами мегарегулятора. Типичным примером такой отрасли являются НПФ: их финансовое регулирование ранее осуществляла преимущественно ФСФР, однако отдельными аспектами надзора и выработки нормативной базы регулирования занимались и занимаются Минтруда, Минфин и Минэкономразвития. С введением мегарегулирования надзор над деятельностью НПФ удалось сосредоточить в едином органе, но в силу специфики самого бизнеса часть полномочий пришлось сохранить за социальными ведомствами, а для выработки политических решений привлекать Пенсионный фонд России (ПФР). В таких ситуациях создается тенденция к избыточной регулятивной нагрузке.

3) Нормотворческие коллизии

Раньше Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) и ФСФР выходили со своими предложениями непосредственно на правительство через комиссию по законопроектной деятельности и напрямую представляли свои инициативы в Государственной думе. Соответственно они сами разрабатывали и продвигали нормативные акты, которые после соответствующего обсуждения регистрировало Министерство юстиции.

Банк России в соответствии с принципом независимости не входит в структуру органов исполнительной власти. Поэтому он не имеет возможности самостоятельно продвигать нормотворческие инициативы и законопроекты должен представлять через Министерство финансов, что чревато потенциальными агентскими конфликтами. *«В результате идеологию до депутатов доносят посредники, у которых не всегда есть возможность погрузиться в специфику вносимого документа».*

Эксперты отметили, что подотчетность исполнительной власти ранее налагала на регулирующие органы финансового рынка определенные обязательства, включая необходимость координировать внутренние интересы участников рынков с общеэкономическими интересами. Статус Банка России и его неподотчетность правительству могут породить провалы такой координации.

4) Избыточная унификация и рост издержек регулирования

Эксперты обратили внимание на потенциальные внешние издержки единых надзорных норм, которые могут привести к стагнации целых секторов финансового рынка. *«Если мегарегулятор хочет из всех участников рынка сделать банки, такого он не добьется. Он добьется только одного, — что этих участников рынка не будет».* Связанной проблемой является рост издержек регулирования как со стороны самого мегарегулятора, так и поднадзорных организаций. *«Можно предположить увеличение расходов небанковских институтов, связанных с ростом регулятивной нагрузки. По нашим оценкам, где-то процентов на 30–40. Это расходы на обработку информации, на отчетность, на надзор и так далее».*

Выводы из качественного исследования

В целом участники финансовых рынков поддерживают переход к модели мегарегулирования. По их мнению, единый регулятор создается и реформируется в соответствии с вызовами времени, а уровень развития финансового сектора России действительно требует серьезных изменений в модели и подходах к регулированию.

1) Реакция участников рынка на действия мегарегулятора неоднозначна. Она сильно зависит от условий функционирования отрасли, жесткости надзора в предшествующие периоды, вида деятельности, издержек входа и присутствия на рынке. Те отрасли, для участников которых критичны высокие лоббистские возможности и «свобода рук» (страхование и рынок ценных бумаг), реагируют на изменения положительно. Отрасли, живущие по принципу «лишь бы не трогали», занимают выжидательную позицию. Отрицательный подход отмечается у отраслей, имеющих негативную публичную репутацию, например у микрофинансовых организаций, регулирование которых еще не устоялось. В этих же отраслях отмечено и максимальное стремление к экзистенции мегарегулятора по отношению к интересам отрасли.

2) При обсуждении единых стандартов регулирования с экспертами (в том числе сотрудниками самого мегарегулятора и профессиональных объединений) не всегда наблюдалась правильная реакция. Хотя в теории унифицированный подход не означает обязательной «стрижки под одну гребенку», на практике он воспринимается участниками рынков как единообразие методов регулирования и контроля. Однако качество надзора зависит от человеческого фактора, способностей конкретных кураторов к гибкости и дифференцированным решениям. Именно в этом эксперты сомневаются, по крайней мере в данный период.

3) По мнению представителей финансовой индустрии, мегарегулятор должен обеспечить дифференцированный подход к различным по размеру и видам деятельности участникам рынка. Между тем уровень дифференцированности остается дискуссионным: представители каждого финансового сектора активно обсуждали отличия не только своего сектора от остальных, но и существенные различия внутри собственного сектора. Проблема выработки консенсуса относительно оптимальной дифференциации надзорных методик и практик остается достаточно острой.

4) Механизмы обеспечения дифференцированного регулирования — от различных систем премирования сотрудников Банка России до усиления роли саморегулирования и сорегулирования — требуют дополнительного изучения. Пока эти механизмы не только не проработаны технически, но и не очевидны на уровне базовой концепции.

Заключение. Уроки первых этапов мегарегулирования в России

Проведенный экспертный анализ первых результатов внедрения мегарегулирования в России свидетельствуют скорее в пользу его сторонников, нежели противников.

1. Ускоренное создание мегарегулятора вопреки практике его постепенного формирования в развитых странах в России оказалось оправданным. Финансовая система развитых стран складывалась столетиями, и варианты ее революционного изменения чреваты тяжелыми последствиями. Но Россия не имеет пока достаточно зрелой и инертной финансовой системы, поэтому использование сложных многоступенчатых схем, как бы они ни были успешны в странах, их породивших, могло бы создать неоправданные институциональные издержки.

2. Деятельность финансовых конгломератов в России в силу страновых особенностей ориентирована на максимально короткий срок извлечения прибыли. Соответственно при появлении «регулятивных лазеек» промежуток времени от начала их использования до набора критической массы проблем для финансовой системы в целом невелик (пример — МФО). Только мегарегулятор может обеспечить оперативную реакцию и быстрое блокирование опасных тенденций (что и было продемонстрировано мероприятиями, направленными на ужесточение контроля над МФО).

3. Значительная часть аргументов «против» мегарегулирования при всей их весомости формулируются в терминах «возможно», «может быть», «как полагают эксперты». Аргументы «за» исходят

из решения конкретных задач, позволяющих получить быструю и зримую отдачу.

4. Мегарегулирование доказало свою состоятельность в «боевой» обстановке, возникшей вследствие международных санкций и резкого ухудшения экономической конъюнктуры. Можно предположить, что всего лишь «умеренно негативное» их влияние на финансовую систему [Состояние банковского сектора..., 2014] во многом является заслугой мегарегулятора. Коллегиальное принятие решений и конкуренция различных регулирующих структур как способ избежать ошибочных авторитарных решений хороши только в условиях спокойного и устойчивого экономического развития. При внешних шоках и внутренних потрясениях система регулирования должна быть настолько компактной и управляемой, насколько это можно допустить, т.е. максимально приближена по организационной структуре к «штабу боевых действий».

5. Банку России в целом пока удастся обеспечить достаточную гибкость регулирования различных сегментов финансового рынка. Но при этом очевидным приоритетом его деятельности является ужесточение надзора на всех финансовых рынках, приведение их к стандартам банковского надзора. В российских условиях такой подход можно считать оправданным.

6. Безусловно, при переходе к мегарегулированию имели место издержки переходного периода. Участники рынка высказывали претензии и к квалификации персонала, и к организационной небрежности. Однако постепенно эти проблемы устраняются.

В принципе нельзя сказать, что какие-то шаги, предпринимаемые в настоящее время Банком России, не могли бы быть реализованы в системе с множеством регуляторов. Та же унификация подходов к регулированию возможна и без создания мегарегулятора. Но и серьезных проблем, связанных с переходом к мегарегулированию, не возникло. Сейчас создана вполне работающая система. Правда, функционирует она непродолжительное время. В связи с этим более глубокий анализ последствий перехода к мегарегулированию можно будет сделать лишь по прошествии нескольких лет.

Список литературы

Инициативы профессионального сообщества по развитию и регулированию финансового рынка (кроме банковского сектора) на 2015 год: 233 KPIs // Банк России: сайт. 2014. 16 декабря. URL: http://cbr.ru/finmarkets/files/development/KPI%20233_presentation_16.12.2014.pdf (дата обращения: 18.05.2015).

Камнева Г., Папченкова М. В ЦБ по лету набирают // Ведомости. 2013. 8 апреля.

Распоряжение Правительства Российской Федерации от 29.08.2013 № 1520-р «Об исполнении Указа Президента РФ от 25 июля 2013 г. № 645 “Об упразднении Федеральной службы по финансовым рынкам, изменении и признании утратившими силу некоторых актов Президента Российской Федерации”» // КонсультантПлюс. Версия Проф. [Электронный ресурс]. Режим доступа: локальный. Дата последнего обновления: 25.06.2015.

Сводная таблица мер по развитию финансового рынка // МФЦ Москва: сайт. 2013. Декабрь. URL: http://www.mfc-moscow.com/assets/files/misc/session_17102013/The_Bank_of_Russia_Opinion_on_Strategic_Session_03122013.pdf (дата обращения: 20.05.2015).

Состояние банковского сектора России в первом полугодии 2014 года // Вестник Банка России. 2014. № 81 (1559).

Указ Президента Российской Федерации от 04.03.2011 № 270 «О мерах по совершенствованию государственного регулирования в сфере финансового рынка Российской Федерации» // КонсультантПлюс. Версия Проф. [Электронный ресурс]. Режим доступа: локальный. Дата последнего обновления: 25.06.2015.

Федеральный закон от 23.07.2013 № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» // КонсультантПлюс. Версия Проф. [Электронный ресурс]. Режим доступа: локальный. Дата последнего обновления: 25.06.2015.

The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

Iniciativy professional'nogo soobshhestva po razvitiyu i regulirovaniyu finansovogo rynka (krome bankovskogo sektora) na 2015 god: 233 KPIs, *Bank Rossii: sayt*, 2014, 16 dekabrja. URL: http://cbr.ru/finmarkets/files/development/KPI%20233_presentation_16.12.2014.pdf (data obrashhenija: 18.05.2015).

Kamneva G., Papchenkova M. V CB po letu nabirajut, *Vedomosti*, 2013, 8 aprelja.

Rasporjazhenie Pravitel'stva Rossijskoj Federacii ot 29.08.2013 N 1520-r «Ob ispolnenii Ukaza Prezidenta RF ot 25 ijulja 2013 g. N 645 “Ob uprazhnenii Federal'noj sluzhby po finansovym rynkam, izmenenii i priznanii utrativshimi silu nekotoryh aktov Prezidenta Rossijskoj Federacii”», *Konsul'tantPljus*, Versija Prof. [Jelektronnyj resurs], Rezhim dostupa: lokal'nyj, Data poslednego obnovenija: 25.06.2015.

Svodnaja tablica mer po razvitiyu finansovogo rynka, *MFC Moskva: sayt*, 2013, Dekabr'. URL: http://www.mfc-moscow.com/assets/files/misc/session_17102013/The_Bank_of_Russia_Opinion_on_Strategic_Session_03122013.pdf (data obrashhenija: 20.05.2015).

Sostojanie bankovskogo sektora Rossii v pervom polugodii 2014 goda, *Vestnik Banka Rossii*, 2014, N 81 (1559).

Ukaz Prezidenta Rossijskoj Federacii ot 04.03.2011 N 270 «O merah po sovershenstvovaniju gosudarstvennogo regulirovanija v sfere finansovogo rynka Rossijskoj Federacii», *Konsul'tantPljus*, Versija Prof. [Jelektronnyj resurs], Rezhim dostupa: lokal'nyj, Data poslednego obnovenija: 25.06.2015.

Federal'nyj zakon ot 23.07.2013 N 251-FZ «O vnesenii izmenenij v otdel'nye zakonodatel'nye akty Rossijskoj Federacii v svjazi s peredachej Central'nomu banku Rossijskoj Federacii polnomochij po regulirovaniju, kontrolju i nadzoru v sfere finansovyh rynkov», *Konsul'tantPljus*, Versija Prof. [Jelektronnyj resurs], Rezhim dostupa: lokal'nyj, Data poslednego obnovenija: 25.06.2015.

О.В. Буклемишев¹,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия),

Ю.А. Данилов²,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия),

Р.А. Кокорев³,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия)

МЕГАРЕГУЛЯТОР КАК РЕЗУЛЬТАТ ЭВОЛЮЦИИ ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Переход к мегарегулированию является основной современной тенденцией реформирования финансового регулирования. В статье данный переход рассматривается в историческом контексте — как закономерный результат эволюции отраслевой модели в условиях глобализации и конгломерации финансового сектора. В качестве альтернативных моделей мегарегулирования представлены «интегральный» подход, в рамках которого функции регулирования финансовых рынков объединяются в едином органе, и модель “twin peaks”, предусматривающая создание двух институтов, полномочия между которыми делятся на основе функционального принципа (макростабильность и защита прав потребителей финансовых услуг). В статье также обосновывается вывод о том, что, несмотря на преобладание интегрального подхода, разделение регуляторов в рамках модели “twin peaks” имеет ключевое преимущество, поскольку позволяет устранить противоречия целей финансового регулирования внутри каждого из них.

Ключевые слова: пруденциальная политика, финансовое регулирование и надзор, мегарегулятор, модель “twin peaks”.

O.V. Buklemishev,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia),

Y.A. Danilov,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia),

R.A. Kokorev,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia)

¹ Буклемишев Олег Витальевич, канд. экон. наук, доцент кафедры макроэкономической политики и стратегического управления экономического ф-та; тел.: +7 (985) 924-08-20; e-mail: o.buklemishev@gmail.com

² Данилов Юрий Алексеевич, канд. экон. наук, вед. науч. сотр. кафедры макроэкономической политики и стратегического управления экономического ф-та; тел.: + 7 (985) 920-44-01; e-mail: ydanilov@rambler.ru

³ Кокорев Ростислав Александрович, канд. экон. наук, вед. науч. сотр. кафедры макроэкономической политики и стратегического управления экономического ф-та; тел.: + 7 (903) 363-23-24; e-mail: rkokorev@yandex.ru

MEGA-REGULATOR AS A RESULT OF EVOLUTION OF FINANCIAL REGULATION

Current transition to mega-regulation is the main trend of the financial regulatory reform. The paper examines this transition in a historical context as a natural result of evolution of the industrial organisation under globalization and conglomeration of financial sector. Alternative models of mega-regulation are discussed: the “integral” approach, under which regulatory functions are concentrated within a single body, and the model of “twin peaks”, when regulatory mandates are distributed between two institutions on the functional principle (macro stability and consumer financial protection). We prove that despite current bias towards integrated approach, demerging of regulators within the framework of the “twin peaks” model has a key advantage of eliminating intra-institutional regulatory trade-offs.

Key words: prudential policy, financial regulation and supervision, mega-regulator, “twin peaks”.

Нынешний период характеризуется динамичными изменениями на финансовых рынках. Меняется само представление об эффективной модели финансового регулирования и надзора, что во многих государствах приводит к активному реформированию соответствующих систем. Основным международным трендом последних лет в сфере финансового регулирования является переход к интегрированным системам (мегарегулированию). Главные причины, а также возможные преимущества и риски такого перехода описаны в работе О. Буклемишева и Ю. Данилова [Буклемишев, Данилов, 2013].

Взяв за основу принципиальную схему целей, задач и функций регулирования, предложенную в указанной работе [Там же. С. 84–85], в настоящей статье мы проанализируем первые результаты внедрения того или иного варианта модели мегарегулирования, для того чтобы попытаться спрогнозировать дальнейшую эволюцию регулятивных подходов.

Для этого сначала рассмотрим изменения регуляторных практик и институционального дизайна в историческом контексте.

1. Историческая эволюция моделей регулирования финансовых рынков

Ретроспективно можно выделить три этапа развития финансовых рынков и три соответствующих им стандартных модели финансового регулирования: протоотраслевая, отраслевая (секторальная) и консолидированная.

На ранних стадиях развития финансовых рынков (**протоотраслевой этап**) функция регулирования не выделялась в качестве обособленной; отдельные функции данного рода принадлежали профильным подразделениям национальных правительств, как правило, министерствам финансов (в частности, в начале XIX в. в Российской империи регулятивные функции по надзору за биржевой торговлей указом императора Александра I были возложены на Министерство финансов).

Специализированные финансовые регуляторы были сформированы намного позже — в период Великой депрессии (1929–1933), когда после глубокого кризиса возникло устойчивое понимание необходимости кардинального изменения философии регулирования. Принятие в США в 1933–1940 гг. массива законодательных актов по регулированию финансовых рынков и образование в 1934 г. специализированного регулятора — Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) стали знаковыми событиями в переходе от преимущественно биржевого к полноценному государственному регулированию, построенному на «отраслевых» принципах. Создание государственного регулятора в момент глубокого рыночного кризиса было направлено в первую очередь на решение задачи защиты широкого круга инвесторов (в отличие от биржевого саморегулирования, которое было ориентировано в основном на решение внутрикорпоративных задач защиты брокеров/дилеров от недобросовестных действий контрагентов).

В других странах принятие законодательства часто опережало образование отраслевого регулятора. В большинстве государств с развитыми финансовыми рынками такие регуляторы появились лишь во второй половине XX в., причем их полномочия изначально, как правило, были связаны с регулированием рынков ценных бумаг и лишь затем распространились на другие секторы финансового рынка.

Таким образом, начиная с 30-х гг. XX в. в мире использовалось несколько моделей финансового регулирования, в основном организованных строго по отраслевому принципу (**отраслевой этап**):

— регуляторы, функции которых ограничивались одним сегментом финансового рынка (*самый известный пример такого рода — США, где SEC отвечает только за рынок ценных бумаг, но регулирует также управляющие компании и инвестиционные фонды; в Швейцарии Федеральное бюро частного страхования является чистым отраслевым регулятором страхового сектора, в то время как регулирование рынка ценных бумаг и банковского сектора находится в ведении Федеральной банковской комиссии; в других странах с крупными и сложными финансовыми рынками столь же «чистых» примеров строго отраслевого регулятора к настоящему времени почти не осталось*);

— регуляторы, полномочия которых распространялись на несколько секторов, чаще всего в рамках единого регулятора объединялись функции регулирования и надзора в отношении рынка ценных бумаг и срочного рынка (*в качестве примера можно рассмотреть ситуацию в Китае, где Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг (China Securities Regulatory Commission) отвечает за рынок ценных бумаг и рынок производных финансовых инструментов, Комиссия по регулированию банковской деятельности (China Banking Regulatory Commission) совместно с Народным банком Китая (People's Bank of China) — за банковский рынок, Комиссия по регулированию рынка страховых услуг (China Insurance Regulatory Commission) — за рынок страхования. Ближе к концу XX в. стали консолидироваться в одном органе функции регулирования и надзора в отношении рынка ценных бумаг, срочного рынка и рынка страховых услуг, тогда как центральный банк продолжал отвечать за банковское регулирование (именно так регулирование было организовано в России в 2010–2012 гг.)*);

— полномочия по регулированию финансовых рынков и соответствующему надзору сохранялись у министерства финансов (например, в Японии до 1998 г.⁴).

Необходимым условием функционирования отраслевой модели финансового регулирования являлось поддержание нормативных барьеров между различными видами финансовой деятельности, исключающее регулятивный арбитраж (выбор поднадзорными структурами наиболее благоприятного для себя режима регулирования) и возникновение неконтролируемых сфер, где проводятся операции, функционально не соответствующие профилю основного регулятора. Примерами таких ограничений служат американское законодательство о разделении функций коммерческих и инвестиционных банков (Закон Гласса—Стигала), а также регулирование финансового рынка в Китае, долгое время устанавливавшее барьеры между разными видами деятельности.

Важным фактором сохранения отраслевого характера регулирования и надзора остается также соотнесение уровня издержек, связанных с выполнением поднадзорными организациями нормативных требований регулирующих органов, с принципами целесообразности (различным уровнем риска, принимаемого финансовыми институтами разных типов, а также с дифференциацией размеров таких институтов)⁵.

⁴ Существовавшая в Японии в течение короткого времени после Второй мировой войны Комиссия по ценным бумагам и биржам была упразднена по окончании оккупации как институт, навязанный стране против ее воли [Рот и др., 2002, с. 132].

⁵ Так, надзорная нагрузка, которую несут коммерческие банки, может оказаться непосильной для большинства организаций других секторов финансового рынка.

В рамках отраслевой модели финансового регулирования макропруденциальная функция обычно реализуется всеми регуляторами совместно, изначально посредством механизмов неформального взаимодействия, а в современных условиях — в возрастающей степени в рамках формальных коллегиальных структур типа советов финансовой стабильности.

Особая роль в реализации данной функции, как правило, отводится центральному банку, поскольку непосредственно регулируемый им банковский сектор является главным и доминирующим источником системного финансового риска. Это в первую очередь связано с императивом поддержания устойчивого функционирования платежной системы и контагиозным характером банковских рисков при современных банковских системах, основанных на неполном резервировании (*fractional-reserve banking*). Действительно, в кризисных ситуациях макропруденциальная функция центрального банка должна тесно корреспондировать с его микропруденциальными возможностями как секторального регулятора, в том числе в роли кредитора последней инстанции: от этого, в частности, зависит оперативное предоставление ликвидности системно значимым банковским институтам.

В свою очередь микропруденциальная функция осуществляется всеми отраслевыми регуляторами в рамках их институциональной компетенции — отдельно по банкам, участникам рынка ценных бумаг и страховщикам. Контроль над стандартами ведения бизнеса (защита потребителей финансовых услуг) также организован по отраслевому признаку. Кроме того, различные аспекты этой функции иногда передаются специализированным агентствам.

При этом, в отличие от надзорного акцента центрального банка, мандат страховых и фондовых регуляторов гораздо в большей степени сосредоточен не на поддержке устойчивости отраслевых институтов, а на защите интересов инвесторов. Специфика страховых, фондовых и некоторых других рынков заключается еще и в том, что регуляторы часто делят надзорную компетенцию в части обеспечения необходимых стандартов ведения бизнеса с отраслевыми саморегулируемыми организациями (СРО).

Исторически функции отраслевых регуляторов нередко выполнялись различными СРО. На наш взгляд, именно здесь можно искать причину неоднократно использовавшегося механизма формирования отраслевого регулятора (а затем и мегарегулятора) на основе неправительственной организации, которая со временем получала государственные функции и полномочия, иной раз включая установление обязательных сборов с участников рынка. Это связано с тем, что в небанковских секторах финансового рынка

значительная часть регулятивных норм первоначально вырабатывалась на основе механизмов саморегулирования (сначала создававшимися биржевыми сообществами, позднее — ассоциациями профессиональных финансовых посредников), и замещать такие установления аналогичными нормами законодательного уровня было бы нерационально.

Вынесение функций регулирования финансовых рынков и надзора за его участниками за рамки правительственных институтов и формирование отраслевых регуляторов создало проблему контроля за их деятельностью со стороны органов государственной власти. С течением времени во многих странах все более явно стали осознавать необходимость обеспечения независимости регулирующего органа как фактора эффективности финансового регулирования. Задача нахождения оптимальной формы общественного контроля над деятельностью частично или полностью независимых от правительств финансовых регуляторов в этой связи приобрела особую актуальность (предоставление независимости регуляторам не означает допущение их бесконтрольности).

К настоящему моменту сложились две основные формы такого контроля за деятельностью финансовых регуляторов: подчиненность и подотчетность. Подчиненность независимого регулятора органам власти — фактически переходная форма от регулятора в составе органов исполнительной власти к независимому регулятору (институту в составе «широкого правительства» или неправительственному органу). Подотчетность регулятора означает его обязанность направлять регулярные отчеты о своей деятельности тому или иному органу государственной власти (при сохранении оперативной независимости). Чаще всего в качестве таких органов выступают правительство в целом или министерство финансов, реже — президент или представительные органы власти. Независимость финансового регулятора стала общепринятым признаком эффективного регулирования⁶, который характерен не только для отраслевой модели регулирования, но и для консолидированных моделей.

С конца 80-х гг. XX в. в ряде стран начался новый этап развития финансового регулирования — **консолидированный**, отмеченный созданием новых моделей регулятивных органов — *мегарегуляторов*, построенных по надотраслевому принципу, т.е. распространявших свои полномочия сразу на несколько секторов финансового рынка или даже на весь национальный финансовый рынок.

⁶ Операционная независимость регулятора — второй принцип эффективного регулирования IOSCO [IOSCO, 2010, p. 4].

Историческую эволюцию моделей финансового регулятора можно представить в виде следующей схемы (рис. 1).

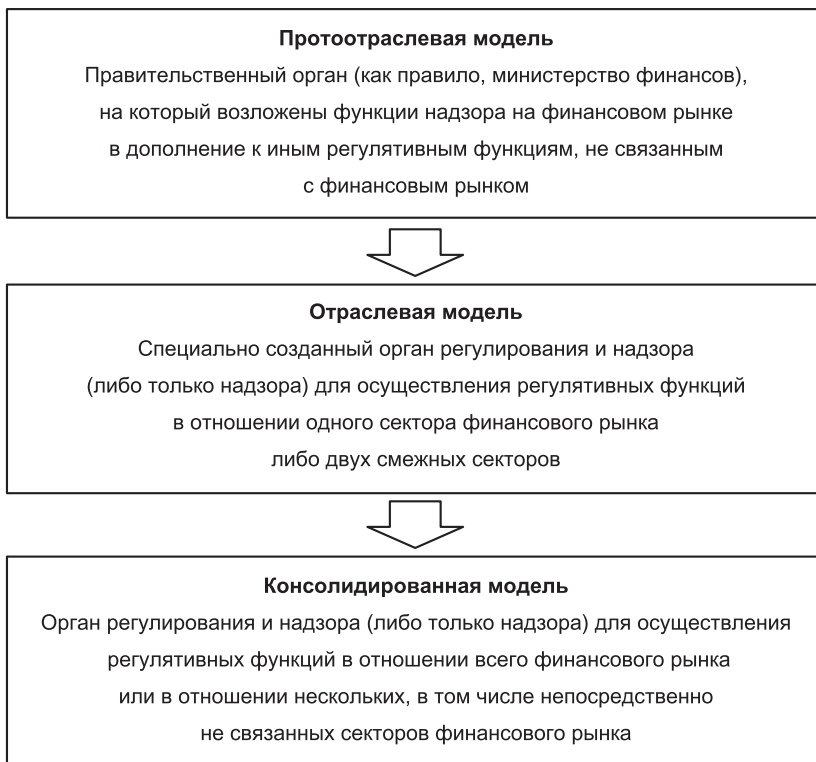


Рис. 1. Эволюция моделей финансового регулирования

Кроме расширения сферы полномочий изменялось также функциональное наполнение деятельности финансовых регуляторов. В наиболее общем виде эти функции можно разделить на правоустанавливающие и правоприменительные.

Отчасти противопоставляемое правоустановлению (нормотворчеству) понятие правоприменения, как правило, используется в более узком смысле — как часть функций органа надзора. В данной статье этот термин используется в более широком смысле, поскольку правоприменение включает в себя такие функции, как лицензирование, надзор и инфорсмент. Следовательно, более разветвленная структура финансового регулирования в функциональном разрезе представлена четырьмя основными блоками:

- 1) правоустановление (нормотворчество);
- 2) лицензирование;

- 3) надзор;
- 4) инфорсмент.

Исходя из данной версии структуры функций можно построить матрицу «секторы/функции», в рамках которой различные юрисдикции осуществляют выбор границ поля полномочий для своих регуляторов (рис. 2).

Секторы финансового рынка					
		Банков- ский сектор	Рынок ценных бумаг	Пенсионные и инвестицион- ные фонды	Страховой рынок
Функции	Нормо- творчество				
	Лицен- зирование				
	Надзор				
	Инфорсмент				

Рис. 2. Матрица «секторы — функции» финансового регулирования

Еще до перехода к консолидированному регулированию развитие «отраслевых» регуляторов, преследуя цель преодоления ограниченности чисто институционального подхода, в большинстве стран шло по пути интеграции различных функций и секторов рынка в рамках «ведущего» института [Supervision..., 1999]. Это делалось для устранения информационной асимметрии между различными надзорными органами и обеспечения необходимой степени координации их действий. Впоследствии во многих странах интегрирующая корректировка систем финансового регулирования по секторальному признаку (банковская, страховая, фондовая и прочие виды деятельности) сопровождалась продолжением функ-

циональной консолидации (нормотворчество, лицензирование, надзор, инфорсмент и функции в более мелкой разбивке) [Mopkiewicz, 2007]. Таким образом, на этапе перехода к консолидированной модели регулирования в реальной практике различных государств были сформированы самые разные сочетания функционально-отраслевых блоков, представленных на рис. 2.

До формирования отраслевых финансовых регуляторов функции правоустановления и правоприменения естественным образом сочетались (строго говоря, с момента появления самой функции надзора) в рамках того правительственного органа, полномочия которого распространялись на финансовый рынок. Так, при создании SEC (Securities and Exchange Commission) в законодательной базе США фиксировались наиболее принципиальные моменты функционирования рынка, а менее значимые и технические аспекты регулирования были переданы самой SEC. Поэтому этот орган изначально сочетал правоустанавливающие и правоприменительные функции.

Однако подобное совмещение функций было характерно далеко не для всех финансовых регуляторов. Первоначально создание специального института такого рода преследовало цель освободить министерство финансов или иной правительственный орган, занимающийся правоустановлением для финансовых рынков, от наиболее обременительных «технических» надзорных функций. В других случаях потребность в специальном надзорном органе возникала, если все регулирование было делегировано на законодательный уровень. Поэтому для многих отраслевых регуляторов, созданных в ведущих странах на соответствующем этапе развития финансового регулирования, была характерна концентрация только на надзорной функции (например, так была построена система регулирования финансового рынка в ведущих европейских государствах — Великобритании, Франции и Германии [Эффективный..., 2004, т. 2, с. 555]).

Лишь к концу XX в. после окончания периода финансового дерегулирования и возврата к тенденции усиления регулирования большинство регуляторов стали сочетать функции правоустановления и правоприменения. Сегодня такое сочетание характерно практически для всех стран с крупными финансовыми рынками. Оно, как правило, сохраняется и в рамках большинства сформированных на новом этапе мегарегуляторов.

В 49 из 50 стран с наиболее развитыми финансовыми рынками соответствующий орган регулирования и/или надзора пользуется законодательно закрепленным правом принимать нормативные акты. Исключением является Германия. Однако в Германии мега-

надзорному органу (BaFin) в соответствии с законом могут быть делегированы функции принятия нормативных актов от министерства финансов, что и происходит на практике.

Совмещение в рамках одного регулятора функций правоустановления и правоприменения имеет ряд преимуществ. Так, в силу глубокого понимания и постоянного мониторинга ситуации на подведомственном сегменте рынка регулятор имеет возможность как выявлять недостатки существующей законодательной и нормативной базы, так и оперативно реагировать на изменение рыночной ситуации и увеличение рисков, предлагая необходимые решения в кратчайшие сроки. Кроме того, объединение функций позволяет снижать издержки участников рынка на взаимодействие с регулируемыми и надзорными организациями, а также страхует от ситуаций регуляторного арбитража.

2. Причины перехода к мегарегулированию

Процессы финансового дерегулирования, наиболее активно протекавшие в последние годы XX в. и в самом начале XXI в.⁷ (вплоть до начала глобального финансового кризиса в 2007 г.), привели к беспрецедентной интеграции различных рынков и инвестиционных продуктов, а также развитию финансовых конгломератов, одновременно осуществляющих операции по всему рыночному их спектру. Это стало особенно заметно на небольших национальных рынках, где безраздельно господствуют несколько крупных международных игроков [Kremers et al., 2003].

Процессы финансовой конгломерации существенно увеличили потенциал системных рисков. Кроме того, росту системных угроз также содействовали глобализация и интернационализация финансовых рынков: в результате сближения финансовых систем различных стран контагиозные факторы унифицируются, преумножая потенциальный объем потерь.

Можно выделить четыре ключевые характеристики развития финансовых рынков (общие для всех стран мира), которые способствуют увеличению системного риска [Allen, Herring, 2001, p. 34–36]:

— интернационализация крупнейших инвестиционных компаний продолжает нарастать, что повышает системный риск в части его трансграничной трансляции по внутрифирменным каналам;

⁷ Символом победы тенденции дерегулирования стала отмена в США в 1999 г. жесткого разграничения операций коммерческих и инвестиционных банков, закрепленного в законе 1933 г. Гласса—Стигалла, что окончательно устранило барьеры для кросс-секторной конгломерации, которая, впрочем, к 1999 г. уже стала необратимой.

— крупнейшие инвестиционные фирмы становятся все более аффилированными с коммерческими банками и/или страховыми компаниями в рамках финансовых конгломератов, что повышает системные угрозы за счет трансляции рисков между секторами финансового рынка;

— участники рынка ценных бумаг наряду с банками и страховыми компаниями активно участвуют в процессах укрупнения, что способствует повышению системного риска за счет интенсификации трансляции риска внутри отдельных секторов и стран;

— рынок деривативов, особенно внебиржевой его сегмент, сформировал единое пространство повышенного уровня риска, идеально подходящее для трансляции рисков в любой сектор финансового рынка и любую страну мира.

Следует подчеркнуть, что выделенные выше факторы — это не только отражение процессов, происходящих внутри финансового сектора. Такова реакция финансовых рынков на потребности, формируемые в рамках социально-экономической системы в целом. Интернационализация финансового бизнеса идет следом за аналогичными процессами в сферах предпринимательства и инвестиций. Глобализация требует диверсификации, интернационализации и укрупнения транснациональных корпораций, соответственно финансовые организации для обеспечения адекватного обслуживания наиболее крупных и привилегированных клиентов стремятся соответствовать их новым запросам, в том числе с точки зрения объемов и разнообразия форм предоставляемого финансирования. Они максимально расширяют линейку сберегательно-инвестиционных продуктов, становясь финансовыми холдингами; открывают представительства и филиалы во многих странах мира; активно участвуют в процессах слияния и поглощения в целях укрупнения.

Так, за период с 2003 г. по 2006 г. объем иностранных ценных бумаг во владении инвесторов США вырос почти в два раза (с 3,1 трлн долл. до 6,0 трлн долл.) [Report on U.S. ..., 2007]. Несмотря на некоторый откат финансовой глобализации, наблюдаемый после кризиса, этот процесс в недалеком будущем скорей всего вновь интенсифицируется [Global Flows..., 2014].

Среди отмеченных факторов распространения системного риска следует обратить особое внимание на возрастающее значение рынка деривативов. Совокупная стоимость открытых позиций (по стоимости базисных активов) всех внебиржевых производных инструментов с декабря 1999 г. по июнь 2014 г. выросла в 7,8 раза (с 88,2 трлн долл. до 691,5 трлн долл.), а стоимость открытых позиций (по стоимости базисных активов) фьючерсов и опционов,

торгуемых на организованных рынках, с декабря 1999 г. по сентябрь 2014 г. — в 5,8 раза (с 13,5 трлн долл. до 77,9 трлн долл.)⁸. Действительно, как показал опыт глобального кризиса 2007–2009 гг., на внебиржевом рынке производных инструментов сформировались самостоятельные источники системного риска, отличные от кредитно-банковских по своему механизму, но не менее опасные.

Таким образом, регуляторы по всему миру столкнулись с новым для себя вызовом: стало необходимым оценивать не только риски каждой линии бизнеса, но и их потенциальное воздействие на совокупные позиции финансового конгломерата. Однако в силу заметных отличий стандартов учета, бизнес-моделей, профилей риска, каналов дистрибуции и других существенных характеристик в различных финансовых секторах их специализированные регуляторы в принципе не могли адекватно отреагировать на этот вызов, и часть институтов, операций и продуктов фактически оказалась вне всякого регулирования, что, несомненно, явилось одной из причин глобального финансового кризиса 2007–2009 гг.

Значение устранения системного риска в иерархии целей регулирования финансовых рынков увеличивается; борьба с системным риском становится необходимым условием эффективности регулирования. Соответственно изменяются требования к регулятивным институтам, во многом предопределяя постепенный переход к новой философии регулирования финансовых рынков — мегарегулированию.

Впрочем, мегарегулирование не является единственно возможным ответом на современные процессы финансовой конгломерации, интенсифицирующие системные риски. Еще в рамках традиционной отраслевой модели регулирования применялись два надзорных подхода (институциональный⁹ и функциональный¹⁰), призванные обеспечить контроль за деятельностью финансовых конгломератов. Эти подходы при соответствующей адаптации могут и далее применяться на практике.

⁸ Рассчитано по данным Банка международных расчетов (Квартальные обзоры за соответствующие периоды). URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412.htm&m=5%7C25 (дата обращения: 10.06.2015).

⁹ Предполагает ориентацию в проведении надзора на финансовую организацию определенного типа как на юридическое лицо, правовой статус которого (коммерческий банк, брокер-дилер, страховая организация и др.) предопределяет тот надзорный орган, который будет заниматься всеми аспектами надзора и контроля в отношении этой организации.

¹⁰ В рамках этого подхода поднадзорность финансовой организации предопределяется теми видами деятельности, которые она осуществляет, и теми сделками, которые она заключает, безотносительно ее правового статуса, т.е. у каждого вида деятельности может быть свой «функциональный» регулятор.

В качестве альтернативы институциональному и функциональному подходам в рамках традиционной отраслевой системы регулирования со временем сформировались два новых подхода — интегральный и “twin peaks”, представляющие собой уже принципиально иную регулятивную модель — **модель мегарегулирования** в полном смысле этого слова.

Интегральный подход предполагает, что существует единый универсальный регулятор, который осуществляет все функции надзора и контроля (включая контроль за обеспечением стандартов ведения бизнеса) в отношении поднадзорных организаций, представляющих все секторы и виды деятельности на финансовом рынке. Но в реальности органы регулирования, распространяющие свои полномочия на все сегменты финансового рынка, за исключением (или частичным исключением) кредитных организаций, также чаще всего называются мегарегуляторами.

Подход “twin peaks”, будучи основан на функциональном разделении регулирования по отдельным целям, опирается на иные принципы. Он предполагает распределение регуляторных (надзорных) функций между двумя регуляторами: один осуществляет надзор в части безопасности и устойчивости (макропруденциальный и микропруденциальный надзор), а другой фокусируется на контроле за обеспечением стандартов ведения бизнеса. В частности, в соответствии с этим подходом в большинстве видов финансовой деятельности вводится разделение между обслуживанием крупных и мелких (розничных) клиентов, с передачей последнего вида деятельности под надзор регулятора, отвечающего за обеспечение стандартов ведения бизнеса.

Резюмируя, можно указать на следующие основные причины перехода к консолидированному регулированию и формированию мегарегуляторов в современных условиях:

1) активное формирование финансовых конгломератов, все более широкое распространение диверсификации продуктов и услуг, предоставляемых финансовыми организациями своим клиентам;

2) резкое расширение возможностей по трансляции рисков между различными секторами финансового рынка, в том числе за счет распространения финансовых инноваций и развития новых секторов финансового рынка (рынков производных финансовых инструментов, секьюритизированных инструментов и других сложных финансовых продуктов, и т.д.);

3) отсутствие запрета на участие кредитных организаций в операциях с ценными бумагами и иными высокорискованными финансовыми инструментами в условиях, когда именно банки являются основными носителями рисков разной природы и их «трансляторами» между различными секторами финансового рынка;

4) сближение принципов и стандартов регулирования на различных секторах финансового рынка во всемирном масштабе, ведущее к унификации целей и задач регулирования, а следовательно, и механизмов регулирования, надзора и контроля;

5) необходимость унификации стандартов деятельности различных финансовых институтов в отдельных областях деятельности на финансовом рынке (например, в области ограничений по структуре инвестирования в различные инструменты);

6) необходимость обеспечить комплексную и равномерную защиту интересов инвестора на всех секторах финансового рынка в условиях усложнения финансовых продуктов, предлагаемых в том числе розничным клиентам;

7) необходимость снижения уровня системных рисков в целом, вне зависимости от их природы, в том числе за счет проведения комплексного мониторинга рисков на всем рынке; обеспечение надлежащей финансовой устойчивости и необходимого уровня иммунитета по отношению к кризисным явлениям на мировом рынке капитала;

8) необходимость обеспечения равных условий ведения бизнеса в различных сегментах финансового рынка для финансовых организаций различных видов в целях достижения максимально высокой динамики развития рынка в целом и повышения общего уровня качества финансовых услуг для потребителей вне зависимости от их секторальных предпочтений на рынке;

9) необходимость проведения системной политики по развитию всех секторов национального финансового рынка в условиях значительной интенсификации трансграничной конкуренции в данном секторе и тяготения к переносу операций в международные финансовые центры;

10) стремление сократить издержки регулирования как за счет экономии на масштабе, так и концентрации ресурсов на наиболее важных сферах.

Дополнительным мощным стимулом к пересмотру национальных систем финансового регулирования стали события глобального финансового кризиса 2007—2009 гг., ярко высветившие изъяны традиционных регулятивных моделей.

3. Эволюция моделей регулирования

В силу описанных выше причин эволюция моделей финансового регулирования имеет ярко выраженную тенденцию к повышению доли мегарегуляторов (таблица).

Количество действующих мегарегуляторов

Показатели	Годы							
	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010*	2013
Количество мегарегуляторов	0	1	5	6	10	21	39	51
Доля мегарегулирования в мире*	0	Н.д.	Н.д.	Н.д.	9%	18%	34%	44%

* Оценка.

Источник: рассчитано авторами по данным International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

На конец 2013 г. из 115 полных членов IOSCO в 49 (42,6%) функционировала традиционная отраслевая модель регулирования. «Смешанная модель», при которой полномочия регуляторов распространяются сразу на несколько секторов финансового рынка, сложилась в 15 странах (13,0%). Остальные — 51 регулятор (44,3% выборки) — представляли различные модели мегарегулирования. Таким образом, глобальная тенденция перехода к интегрированным в той или иной степени моделям надзора налицо.

По мере увеличения количества стран, перешедших к мегарегулированию, растет и разнообразие соответствующих моделей. При этом в структуре различных типов мегарегуляторов в последнее десятилетие постепенно возрастает доля мегарегуляторов, созданных на базе центральных банков (рис. 3–4).

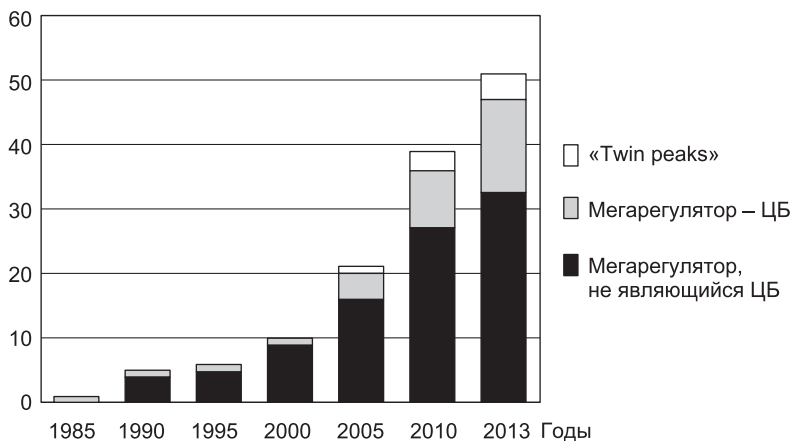


Рис. 3. Прирост числа действующих мегарегуляторов

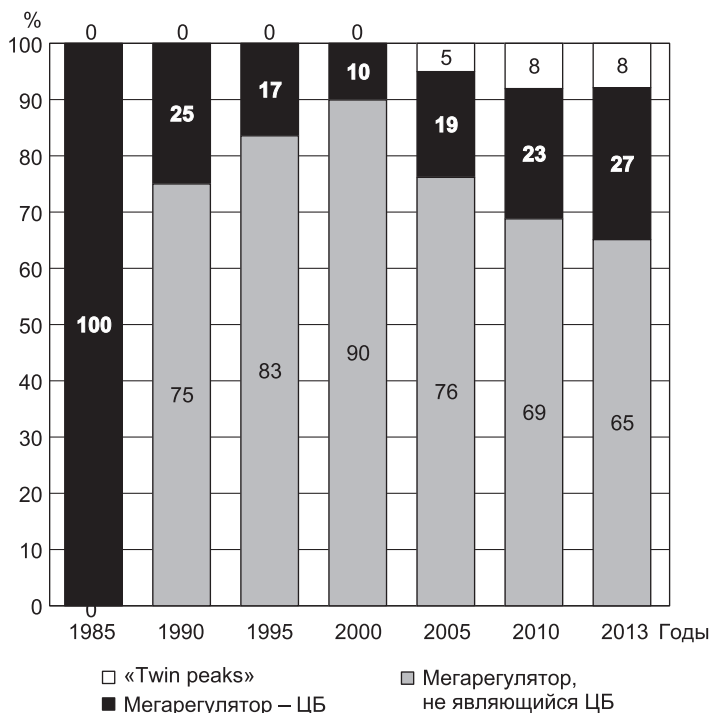


Рис. 4. Структура действующих моделей мегарегуляторов

Интегрированное регулирование не случайно чаще всего реализуется вне системы центрального банка. Единый орган, контролирующий деятельность всех финансовых организаций и рынков, фокусируется на обеспечении микропруденциальной функции вне зависимости от конкретного сектора (включая банковский), а также следит за стандартами ведения бизнеса в целях защиты инвесторов. Он также способствует решению задачи предотвращения системных кризисов, в том числе используя отдельные инструменты макропруденциального надзора (мониторинг системных рисков, стабильности отдельных секторов финансового рынка и пр.). Центральный банк при этом продолжает осуществлять свои традиционные функции, а также часто берет на себя координацию действий других регулятивных институтов в макропруденциальной области. Таким образом, можно достичь действительно консолидированного подхода к финансовому регулированию, а также непротиворечивой комбинации его функций [DiGiorgio, DiNoia, 2001].

В свою очередь институциональная модель с единым мегарегулятором на базе национального (центрального) банка хотя и является пока более популярной, нежели “twin peaks”, но имеет довольно ограниченное распространение. Причин тому несколько:

а) существующие цели и задачи центрального банка (прежде всего независимое профессиональное осуществление им в общественных интересах монетарной политики) могут вступать в противоречие со стандартными целями финансового регулирования [Nier, 2009]. Соответствующие превентивные механизмы не поддаются четкой и универсальной регламентации, и оперативное разрешение указанных противоречий может потребовать нарушения принципа независимости центробанка¹¹. Отметим, что в мировой практике четкого организационного обособления функций регулирования в структуре центрального банка, как правило, не наблюдается;

б) самые разные политические системы противятся избыточной концентрации полномочий в невыборном профессиональном институте — центральном банке, поскольку должный уровень подотчетности и ответственности такого института по всему спектру его функций обеспечить чрезвычайно сложно;

в) переход под надзор центрального банка небанковских финансовых организаций способен создавать «эффекты индульгенций» (moral hazard): на рынке может сформироваться представление, что главный банк страны при этом станет играть роль кредитора последней инстанции для всего финансового сектора, а не только для банков как таковых.

Даже если монетарные власти четко и недвусмысленно постулируют, что это не так, коммерческие банки фактически оказываются в привилегированном положении, и у небанковских финансовых организаций возникает стимул к перерегистрации для получения доступа к централизованному финансированию. Таким образом, небанковские финансовые организации постепенно вытесняются с рынка, а центр тяжести финансового сектора, следуя регулятивным изменениям, переносится в банковскую сферу, что может искажать его естественную структуру;

г) одновременное осуществление в рамках одного органа различных по своему характеру и направленности функций финансового регулирования неизбежно будет ставить его перед необходимостью расстановки приоритетов. Разумеется, априори это сделать нельзя; в различных ситуациях оптимальный выбор должен быть разным.

¹¹ В еврозоне, где функции денежно-кредитной политики переданы на уровень Европейского центрального банка, эта проблема, разумеется, отсутствует.

Однако нет никакой уверенности, что обремененный многообразными функциями институт будет всегда находить верное решение. Считается, что именно проблема такого рода помешала британскому мегарегулятору FSA найти правильный баланс между целями регулирования в случае с фактическим банкротством в 2007 г. банка Northern Rock [Banking Supervision..., 2009].

Центральные банки в силу возложенных на них макро- и микро-пруденциальных функций заботятся главным образом о стабильности банковской системы и в наименьшей степени ориентированы на защиту интересов инвесторов (в большинстве центральных банков даже нет специального подразделения, отвечающего за защиту интересов инвесторов), а эта функция в определенных ситуациях должна становиться приоритетной [Эффективный..., 2004, с. 113];

д) в ряде юрисдикций передача функций правоустановления центральному банку, которая является ключевой для эффективной антикризисной политики, невозможна или существенно ограничена, что препятствует концентрации всех регулятивных функций на финансовом рынке в едином органе.

4. Модель “twin peaks”

На современном этапе основная проблема адаптации новых форматов регулирования связана с противоречиями и конфликтами интересов, неизбежно возникающими при сочетании различных по своей сути и направленности регулятивных функций в рамках одного института.

Разумеется, будучи реализованной в чистом виде, модель “twin peaks” лишена этого недостатка, поскольку она основана как раз на функциональном принципе. Но ее внедрение наряду с полным отказом от традиционного вертикально-отраслевого подхода требует налаживания высокого уровня координации между регуляторами, а также весьма болезненного и сопряженного с немалыми текущими издержками кардинального пересмотра философии и практики регулирования. Поэтому переход к данной модели сегодня не слишком популярен, хотя отдельные элементы этой системы внедряются во многих странах (например, Бюро по защите потребителей в финансовой сфере, образованное в 2011 г. в ходе финансовой реформы в США, по сути, является отдельно стоящим «пиком»).

Судя по всему, популярность модели “twin peaks” по сравнению с интегрированным подходом (единым мегарегулятором) растет, особенно после кризиса 2007–2009 гг. В частности, об этом свиде-

тельствует реформа надзора, которая осуществляется в настоящее время в Великобритании. Кроме четырех стран с полностью сложившимися моделями “twin peaks” (Австралия, Бельгия, Голландия и Великобритания) по состоянию на конец 2013 г. (таблица, рис. 3–4), а также ЮАР, находящейся в процессе формирования законодательства для данной модели, еще по меньшей мере две страны с развитыми и объемными финансовыми рынками, находящиеся в рамках функционального подхода, вплотную подошли к реализации данной модели — Франция и Италия [The Structure..., 2008, p. 27]. Европейский центральный банк традиционно добавляет к этому списку еще две европейские страны — Испанию и Португалию, системы финансового регулирования и надзора которых также содержат определенные черты указанной модели [Recent Development..., 2010, p. 20, 22].

Проекты перехода к модели “twin peaks” обсуждаются и во многих других странах. Как уже отмечалось, такие обсуждения в США завершились рекомендацией перейти к модели “twin peaks”, однако в итоге там было решено модернизировать существующую отраслевую систему регулирования, дополнив ее институтами согласования политик различных регуляторов и специальным органом по защите клиентов финансовых организаций. Более вероятно сегодня внедрение модели “twin peaks” на крупнейших азиатских рынках. Активно обсуждается вопрос о переходе к данной модели в Гонконге [Douglas, Gibson, 2015; Michael, 2014]. Некоторые исследователи считают, что в долгосрочной перспективе для архитектуры органов финансового регулирования в Китае предпочтительным является также движение в направлении модели “twin peaks”, причем в качестве образца следует взять австралийскую, а не британскую ее версию [Huang, 2015].

Рассмотрим принципы устройства модели “twin peaks” на примере Нидерландов [Kremers, Schoenmaker, 2010]. Можно выделить четыре цели, которые соответствуют определенным видам политики, осуществляемым в рамках денежной и финансовой системы в широком смысле:

- 1) монетарная (ценовая) стабильность;
- 2) макропруденциальная (финансовая) стабильность;
- 3) микропруденциальная стабильность (устойчивость отдельных финансовых институтов);
- 4) обеспечение стандартов ведения бизнеса.

В конечном счете в системе формируются две группы целей, различающиеся своей направленностью. Первая (обеспечение устойчивого экономического роста) нацелена на экономику как единое целое, вторая — на отдельных участников рынка (защита клиентов

и инвесторов). Учитывая, что каждой конечной цели присущи определенные наборы инструментов по их достижению, группировка целей исходя из так называемых конечных целей развития финансовой системы не только логически безупречна, но и естественным образом создает спрос на два регулятора, каждый из которых будет концентрироваться на достижении «своей» конечной цели.

Графическое представление обоснования модели “twin peaks” приведено на рис. 5.

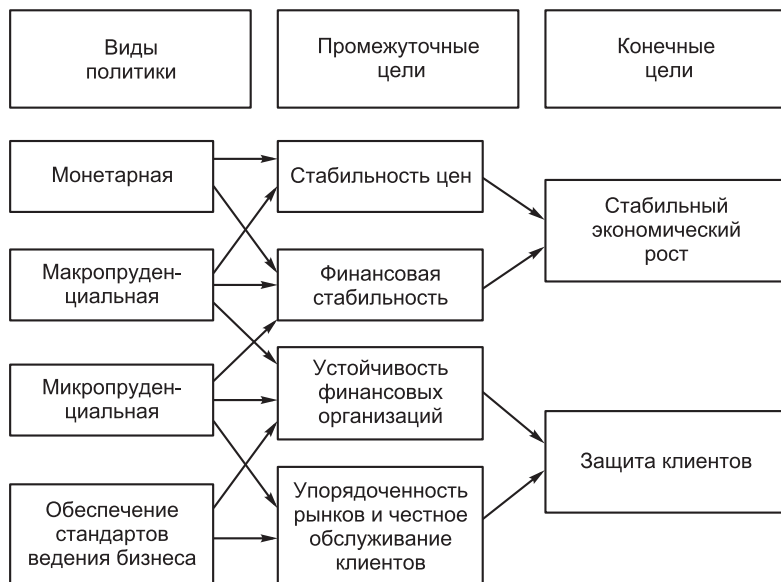


Рис. 5. Обоснование модели “twin peaks” с точки зрения потребностей различных политик

Такая постановка проблемы представляется модифицированным случаем подхода, детализирующего структуру целей финансового регулирования и соответственно необходимых политик [Буклемишев, Данилов, 2013]. Обосновывая целесообразность модели “twin peaks”, данная схема одновременно охватывает более широкое поле экономической политики государства, увязывая развитие финансовых рынков с потребностями в обеспечении экономического роста.

Однако, судя по использованию альтернативных конфигураций мегарегулятора и ограниченному (до текущего момента) распространению модели “twin peaks”, ее внедрение может быть связано с серьезными затруднениями, природа которых требует специаль-

ного рассмотрения. Тем не менее тенденция к экспансии именно этой модели национального финансового регулирования совершенно очевидна, особенно в странах с развитыми финансовыми рынками. Не исключено, что в ближайшее десятилетие данная модель получит гораздо более широкое распространение¹² (такой вывод разделяют и ведущие иностранные исследователи теоретических и практических проблем современного финансового регулирования).

5. Заключение

Исторически можно выделить три этапа развития финансовых рынков и три соответствующих им модели финансового регулирования: протоотраслевая, отраслевая и консолидированная. Переход от отраслевой модели к консолидированной начался примерно три десятилетия назад и продолжается в настоящее время. В его основе лежат внутренние изменения структур самого финансового рынка, связанные с формированием финансовых конгломератов и увеличением потенциала системных рисков.

Отраслевая модель в силу своей специфики в традиционном виде не может в полной мере соответствовать требованиям эпохи финансовых конгломератов. В этой связи обозначилась четкая тенденция перехода к мегарегулированию, которая не абсолютна, но в последнее время является господствующей. Вместе с тем проблемы, встающие перед органами государственного управления в сфере финансовых рынков, в ряде стран решаются достаточно эффективно и без перехода к мегарегулированию. Поэтому нельзя сделать однозначный вывод о том, что отраслевая модель полностью исчерпала свой ресурс. Основное направление ее модернизации — формирование механизмов кооперации различных отраслевых регуляторов через создание коллегий регуляторов, налаживание сотрудничества между ними.

Процесс перехода к мегарегулированию (в широком смысле) выявил два подхода — один, более традиционный, заключается в концентрации функций регулирования и надзора в едином органе. Альтернативный подход (“twin peaks”) предполагает разделение между двумя регуляторами по функциональному принципу, который авторы данной статьи считают наиболее вероятным вектором дальнейшего развития моделей регулирования финансовых рынков.

¹² Даже при условии перехода к модели “twin peaks” только тех стран, в которых этот переход обсуждается достаточно активно в настоящее время, таких стран может стать не менее 10.

Список литературы

Буклемишев О., Данилов Ю. Эффективное финансовое регулирование и создание мегарегулятора в России // Журнал Новой экономической ассоциации. 2013. № 3.

Рот А., Захаров А., Миркин Я., Бернард Р., Баренбойм П., Борн Б. Основы государственного регулирования финансового рынка. М., 2002.

Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и государственное регулирование: В 2 т. / Под общ. ред. И.В. Костикова. М., 2004.

Allen F., Herring R. Banking Regulation versus Securities Market Regulation // The Wharton School University of Pennsylvania WP. 2001. N 01–29.

BIS Website. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412.htm&m=5%7C25 (last accessed data: 15.06.2015).

Banking Supervision and Regulation. L.: House of Lords, Economic Affairs Committee, 2009, June.

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

Douglas A.W., Gibson E. Financial Regulatory Structure in Hong Kong: Looking forward // Institutional Structure of Financial Regulation: Theories and International Experiences / Ed. by R.H. Huang, D. Schoenmaker. Routledge, 2015.

IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation // International Organization of Securities Commissions Website. 2010. June. URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> (last accessed data: 18.06.2015).

Global Flows in a Digital Age // McKinsey Global Institute Website. 2014. April. URL: http://www.mckinsey.com/insights/globalization/global_flows_in_a_digital_age (last accessed data: 10.06.2015).

Huang H.R. Institutional Structure of Financial Regulation in China: Where is it Now and Where is it Heading? // Institutional Structure of Financial Regulation: Theories and International Experiences / Ed. by R.H. Huang, D. Schoenmaker. Routledge, 2015.

Kremers J., Schoenmaker D., Wierds P. Cross-Sector Supervision: Which Model? // Brookings-Wharton Papers on Financial Services / Ed. by R. Herring, R. Litan. Washington, 2003.

Kremers J., Schoenmaker D. Twin Peaks: Experiences in the Netherlands // LSE Special Paper. 2010. N 196. November.

Michael B. Objectives-Based Twin-Peaks Financial Regulation in Hong Kong // HKU Working Papers. 2014. October. URL: http://works.bepress.com/bryane_michael/95 (last accessed data: 18.06.2015).

Monkiewicz J. Consolidated or Specialized Financial Market Supervisors: Is there an Optimal Solution? // The Geneva Papers. 2007. Vol. 32. N 1.

Nier E. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks // IMF Working Paper. 2009. N 09/70.

Recent Developments in Supervisory Structures in the EU Member States (2007–10). Frankfurt: European Central Bank, 2010.

Report on U.S. Portfolio Holdings of Foreign Securities as of December 31, 2006 // U.S. Department of the Treasury Website. 2007. November. URL: www.ustreas.gov/tic/shc2006r.pdf (last accessed data: 10.06.2015).

Supervision of Financial Conglomerates: Papers prepared by the Joint Forum on Financial Conglomerates, February, 1999.

The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace. Washington: Group of Thirty, 2008.

The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

Buklemishev O., Danilov Ju. Jeffektivnoe finansovoe regulirovanie i sozdanie megareguljatora v Rossii, *Zhurnal Novoj jekonomicheskoy asociacii*, 2013, N 3.

Rot A., Zaharov A., Mirkin Ja., Bernard R., Barenbojm P., Born B. Osnovy gosudarstvennogo regulirovanija finansovogo rynka, M, 2002.

Jeffektivnyj rynek kapitala: jekonomicheskij liberalizm i gosudarstvennoe regulirovanie: V 2 t, Pod obshh. red. I.V. Kostikova, M, 2004.

О.И. Карасёв¹,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия),

М.Е. Дорошенко²,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия)

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ МЕТОДА ДОРОЖНЫХ КАРТ ДЛЯ ФОРМИРОВАНИЯ ПЕРСПЕКТИВНОГО ВИДЕНИЯ РАЗВИТИЯ МЕГАРЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА В РОССИИ

В статье представлена методика разработки дорожных карт развития мегарегулирования в ключевых секторах российской финансовой системы. На их основе выполнена экспертиза действий мегарегулятора в период 2013–2014 гг. Для построения дорожных карт был проведен ряд экспертных мероприятий, нацеленных на формулировку и валидацию основных вызовов финансовой системе России, а также на определение значимости основных действий, проведенных и намеченных к осуществлению мегарегулятором. На основе кроссанализа полученных результатов была построена серия дорожных карт, с помощью которых анализировалась эффективность деятельности Банка России в свете стоящих перед ним настоящих и будущих вызовов.

Ключевые слова: мегарегулирование, дорожная карта, вызовы финансовой системе.

O.I. Karasyov,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia),

M.E. Doroshenko,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia)

USE OF A METHOD OF ROAD MAPS FOR FORMATION OF PERSPECTIVE VISION OF DEVELOPMENT OF MEGA-REGULATION OF FINANCIAL SECTOR IN RUSSIA

The paper introduces both methodology and practical implementation of roadmapping in the sphere of financial mega-regulation in Russia. We expertise performance of the Bank of Russia who is set to take on the role of a mega-regulator of the whole of the country's financial system since September 2013.

¹ Карасёв Олег Игоревич, канд. экон. наук, и.о. зав. кафедрой статистики экономического ф-та МГУ, зам. директора Международного научно-образовательного форсайт-центра ИСИЭЗ НИУ ВШЭ; тел.: +7 (916) 257-43-03; e-mail: k-o-i@yandex.ru

² Дорошенко Марина Евгеньевна, докт. экон. наук, профессор кафедры прикладной институциональной экономики экономического ф-та МГУ, зав. аналитическим отделом ИСИЭЗ НИУ ВШЭ; тел.: +7 (916) 688-62-58; e-mail: mdoroshenko@hotmail.com

We discuss expert assessments of the key challenges facing Russian financial system, and of the feasibility of the first mega-regulative measures by the Bank of Russia. By matching both groups of expert results we develop a series of road maps along the most significant fields of mega-regulation, and derive analytical conclusions about mega-regulator's efficiency in meeting contemporary and future challenges.

Key words: mega-regulation, roadmapping, challenges to financial system.

Дорожные карты: понятие и назначение

В последние десятилетия в мире наблюдается устойчивый рост интереса к применению методов прогнозирования, основанных на использовании концепции форсайта. Данное понятие происходит от английского эквивалента “*foresight*” (предвидение) и обозначает систему методов стратегического управления, включая экспертные процедуры, позволяющие выявлять социально-экономические и научно-технические прорывы, которые способны оказать максимальное воздействие на экономику и общество в средне- и долгосрочной перспективах [Гохберг, 2007].

Форсайт сегодня занимает важное место в числе инструментов долгосрочного прогнозирования развития различных секторов экономики. Его методология основана на синтезе широкого спектра методов, нацеленных на изучение динамики сложных, нелинейно развивающихся систем. При этом большое значение имеют такие базовые принципы форсайта, как развитие сетевого взаимодействия, усиление обратных связей между государством и обществом, независимая экспертиза, применение полученных выводов и рекомендаций при формировании политики [Великанова, Карасёв, 2014].

Национальные прогнозно-аналитические исследования, основанные на методологии форсайта, приобрели особую популярность в середине 1990-х гг., когда вслед за странами — родоначальниками крупных общенациональных форсайт-проектов (Японией, Великобританией, Германией) к этому подходу обратились многие другие государства, в том числе с переходной экономикой. В разных регионах мира регулярно проводятся форсайт-исследования, направленные на определение перспектив и приоритетов развития в различных сферах, на выявление механизмов повышения конкурентоспособности и компетенций, необходимых для успешного ответа на будущие вызовы [Соколов, 2009].

Одним из ключевых методов форсайта являются дорожные карты. Под **дорожной картой** в настоящей статье понимается документ,

разработанный на основе обобщенного мнения экспертного сообщества и содержащий описание и визуальное представление глобальных и национальных вызовов, а также важнейших мероприятий, способных оказать существенное влияние на развитие рассматриваемой предметной области.

Дорожные карты как метод стратегического прогнозирования и планирования широко применяются в сфере социально-экономического, научно-технологического, инновационного развития. Расширение области применения дорожных карт определяется тем, что они на практике доказывают свою эффективность при выполнении ряда условий, среди которых:

- наличие большого числа взаимодействующих субъектов;
- высокая степень неопределенности с точки зрения перспектив развития и возможных результатов;
- большое число факторов, учитываемых при построении карты, наличие социальных, экономических, экологических и организационных рисков;
- инновационный характер запланированных мероприятий, отсутствие достаточных ретроспективных данных об их применении;
- необходимость принятия решений с учетом возможных стратегических альтернатив.

Применяемые на практике подходы к построению дорожных карт отличаются широким разнообразием, поскольку зависят от целей и задач исследования, его масштабов, способов извлечения доступной информации и направлений использования полученных результатов [Великанова, Карасёв, 2014].

Специфика дорожных карт как инструмента анализа и прогнозирования

По сравнению с другими методами прогнозных исследований дорожные карты имеют ряд особенностей. Построение таких карт предполагает широкое использование экспертных методов и поддержание механизмов обратной связи между различными категориями участников этой деятельности. Таким образом, данный подход позволяет достичь согласованного понимания стратегии развития в экспертном сообществе, способствуя вовлечению ключевых действующих лиц в процесс ее реализации [Karasev, Vishnevskiy, 2013].

Особенностью метода дорожных карт является формирование комплексного представления о перспективных тенденциях развития рассматриваемого сектора экономики, учитывающих внешние факторы влияния и альтернативные пути достижения одних и тех

же целей. Предложенный подход позволяет анализировать не просто совокупность мероприятий, которую предполагается реализовать в установленные сроки, а связать ее результаты с ответом на ключевые вызовы, стоящие перед финансовой системой страны. При построении дорожной карты также делается акцент на согласовании временных координат отображаемых на них событий, с тем чтобы определить логику и последовательность их осуществления.

К числу особенностей дорожной карты относится наличие развитого визуального сопровождения. Ядром метода, интегрирующим другие аналитические выводы, является наглядное представление долгосрочных тенденций развития рассматриваемой области в виде схемы [Vishnevskiy et al., 2015].

При построении дорожных карт могут быть использованы два подхода — «от настоящего к будущему» и «от будущего к настоящему». В первом случае карта отображает, какие мероприятия по развитию рассматриваемой сферы реализуются в настоящее время, какие эффекты в будущем может вызвать их продолжение и дальнейшая эволюция. Во втором случае на основе карты определяются возможные траектории достижения поставленных целей (ответа на вызовы), которые могут иметь альтернативный характер. Разработка такого документа начинается с определения параметров желаемого будущего — целевого ориентира карты, который может определяться как ответ на наиболее важные вызовы, стоящие в рассматриваемой сфере сегодня и ожидаемые в будущем.

Задачи построения дорожной карты в сфере мегарегулирования

В соответствии с перечисленными выше концептуальными принципами дорожная карта развития мегарегулирования была сформирована как обобщающий документ, в котором в наглядной форме представлены ключевые элементы деятельности мегарегулятора в основных областях, относящихся к сфере его компетенций.

Дорожная карта создана для решения следующей основной задачи — комплексного планирования развития регулирования в финансовой сфере, в том числе формирования его приоритетов и обеспечения конкретных управленческих действий. Она позволила выявить целевые ориентиры развития финансовой системы, связанные с преодолением стоящих перед ней вызовов, определить траектории развития финансового регулирования, сформировать на этой основе перечень необходимых мероприятий и оценить их ожидаемые эффекты. Разработанный документ отображает этапы

достижения поставленных целей, определяет логику и последовательность осуществления регулирующих действий.

Задачей дорожной карты является не только формирование долгосрочного плана действий в предметной области, но и его наглядное представление. Преимущество карты состоит в том, что она обеспечивает визуализацию стратегии в формате, понятном не только экспертам в данной области, но более широкому кругу лиц.

Семантическая модель дорожной карты

Проведение любого вида исследований, в том числе построение дорожной карты, предполагает четкое определение понятий, характеризующих рассматриваемый объект. В рамках форсайт-проектов обычно применяются такие понятия, как «вызов», «тренд», «риск», «барьер», «ограничение» и т.д., которые не всегда имеют однозначную трактовку. В связи с этим при формировании дорожной карты развития мегарегулирования было уделено особое внимание разработке понятийного аппарата.

Семантическая модель исследования включает приведенные ниже понятия.

Вызов — возможность или проблема, которая существует в настоящее время или ожидается в будущем в рамках рассматриваемой области, требующая комплекса целенаправленных действий для ее реализации или преодоления. Вызовы подразделяются на положительные (новые возможности) и отрицательные (проблемы).

Под вызовом понимается не любая проблема или недостаток, а сложная задача, которая:

- глубоко затрагивает интересы конкретного субъекта, в данном случае финансовой системы России (т.е. вызов всегда персонифицирован);

- для своего преодоления требует целеустремленных усилий, которые могут превышать текущие компетенции и опыт (т.е. для ответа на вызов надо «прыгнуть чуть выше головы»);

- содержит внутри себя сильную мотивацию решить проблему и приобрести недостающие компетенции и опыт (т.е. является одновременно и стимулом для развития).

Тренд — направление развития в рамках предметной сферы, полностью или частично сформировавшееся в условиях предыдущего периода и имеющее существенные предпосылки для продолжения в будущем.

Драйвер — условие или событие, в значимых масштабах стимулирующее развитие рассматриваемой области в целом или какой-либо ее части.

Риск — относящееся к будущему событие, наступление которого носит вероятностный характер и связано с угрозами развития рассматриваемой сферы в целом или какой-либо ее части.

Барьер — существующий или ожидаемый фактор, препятствующий развитию.

Ограничение — существующее или ожидаемое условие, сужающее спектр возможностей развития.

В целях систематизации указанных понятий авторами статьи была разработана система их признаков (таблица).

Элементы семантической модели дорожной карты и их признаки

Элементы семантической модели	Влияние на развитие предметной области			Что требует от субъектов деятельности			Вероятность наступления			
	положительное	отрицательное	неопределенное	активных действий для		мониторинга и учета в своей деятельности	уже существует	наступит в будущем		зависит от других перечисленных факторов
				преодоления влияния	использования в своих интересах			с высокой вероятностью	с низкой вероятностью	
Вызов	+	+		+	+		+	+	+	
Тренд			+			+	+	+		
Окно возможностей	+				+					+
Риск		+		+				+		
Барьер		+		+			+			
Ограничение		+				+	+			

Источник: составлено авторами.

Взаимосвязи между перечисленными элементами исследования можно наглядно представить в виде визуальной схемы (рис. 1).

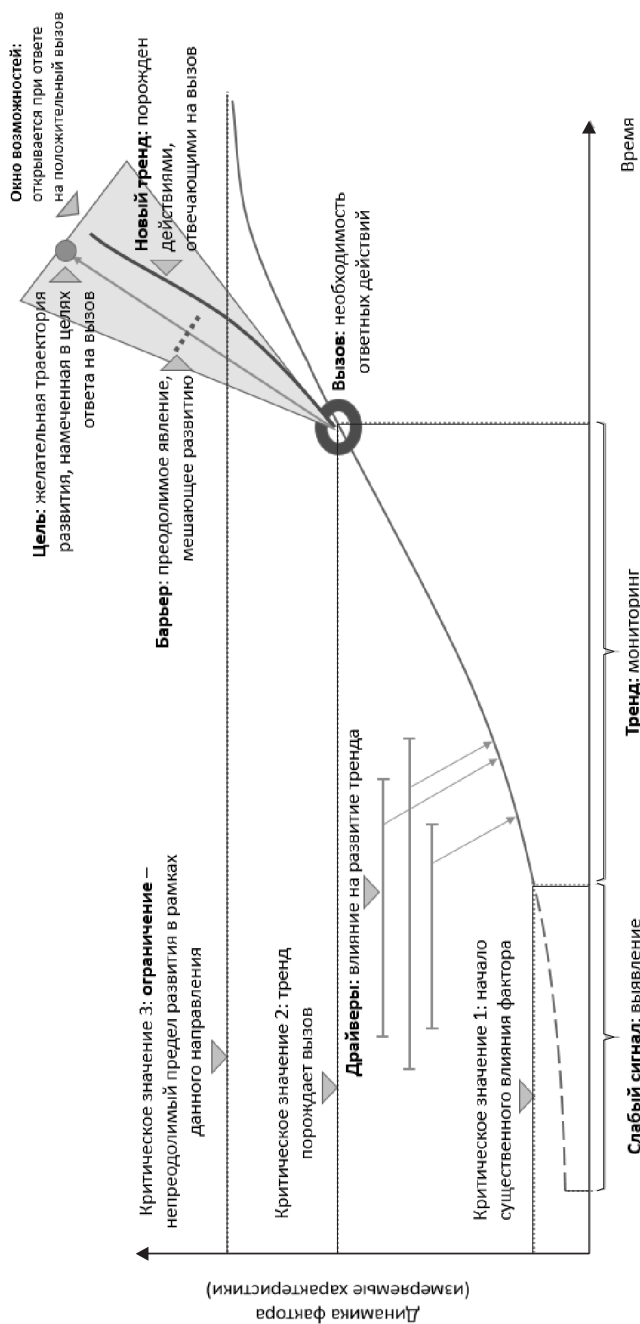


Рис. 1. Взаимосвязь элементов семантической модели дорожной карты

Направления использования дорожной карты

Внедрение дорожных карт имеет большое значение для поддержки принятия управленческих решений в сферах, развитие которых зависит от большого числа внешних факторов, а также находится под влиянием взаимодействия различных групп интересов. Эти условия, очевидно, имеют место в нашей стране в результате произошедшего расширения полномочий Центрального банка и возложения на него функций мегарегулятора.

Перед регулятором стоит задача проведения скоординированной политики на российском финансовом рынке и сохранения стабильности различных секторов финансовой системы — не только собственно банковского, но и микрофинансовых организаций, пенсионных, инвестиционных фондов и др. Такая политика может быть эффективной только в том случае, если она базируется на единых принципах и подходах к управлению. Системное представление всех путей регулирующего воздействия в формате дорожной карты — это инструмент обеспечения их согласованности, непротиворечивости, направленности на достижение единых целей.

Дорожная карта предполагает ряд направлений ее практического использования. Для самого регулятора она обеспечивает получение комплексной информации о текущем состоянии и перспективах развития в подведомственных ему сферах. Поскольку разработка карты осуществлялась с привлечением широкого круга экспертов, этот документ способствует учету мнения разных групп интересов и выработке обоснованных регулирующих мер. Дорожная карта может служить инструментом экспертизы предложений в области мегарегулирования — с точки зрения соответствия данных инициатив стратегическим задачам развития финансового сектора российской экономики.

Важно отметить, что карта способствует распространению информации о возможностях реализации новых инициатив в сфере государственного регулирования, связанных с ответом на глобальные и страновые **вызовы**. В этом качестве она может использоваться для последующих планово-прогнозных разработок, в том числе для целей макроэкономического прогнозирования, выработки отраслевых стратегий развития, планирования деятельности подведомственных организаций.

Экспертные процедуры при построении дорожной карты

Методика построения дорожной карты предполагает извлечение экспертных знаний и их последующий синтез. Такой метод разработки прогнозов основан на интерактивной процедуре высказыва-

ния индивидуальных суждений специалистов по поводу анализируемых явлений.

Для полноты картины к исследованию привлекаются специалисты, представляющие различные области (от углубленных знаний по отдельным секторам до специалистов по международной экономике в целом).

В общем виде схема взаимодействия экспертов выглядит следующим образом:

- формулировка и уточнение вызовов;
- высказывание оценок по каждому вызову (в соответствии с профилем эксперта);
- взаимодействие индивидуальных экспертных оценок посредством их систематизации и обсуждения;
- корректировка индивидуальных мнений специалистов с учетом результатов взаимодействия;
- достижение согласованного видения экспертной группы по анализируемым вопросам.

Достоверность полученного таким методом прогноза обеспечивается посредством доказательства того, что примененная методология обеспечила трансформацию субъективных экспертных оценок в объективное знание. Обоснование достоверности полученных результатов является важной задачей исследования. Для этого применяются так называемые операциональные критерии валидации, основанные на принципе сравнения. Так, индивидуальные экспертные оценки могут быть сопоставлены друг с другом или с другими независимыми источниками. Если в результате исследования удалось добиться сближения или полного совпадения оценок, то это является существенным аргументом в пользу правильности сделанных выводов [Боков, 2013].

Для построения дорожной карты развития мегарегулирования в России к экспертному исследованию были привлечены специалисты, представляющие все ключевые сектора финансовой системы. Они отбирались в соответствии с жесткими требованиями, в числе которых наличие объективных свидетельств квалификации в рассматриваемой области, значительный опыт работы на должностях высокого уровня по профилю исследования, а также известность в профессиональной среде. Для учета последнего критерия использовался метод кономинации («снежного кома»): ранее отобранным экспертам предлагалось назвать других специалистов, которых они считают квалифицированными в той или иной области.

Экспертная работа осуществлялась в три этапа.

На первом этапе экспертам было предложено сформулировать перечень вызовов, влияющих на развитие различных областей деятельности мегарегулятора. Вызовы необходимо было оценить по ряду критериев, среди которых время наступления, период проявления, уровень значимости для финансовой системы страны.

На втором этапе эксперты работали с перечнем мероприятий мегарегулятора, которые намечены к исполнению в течение периода, составляющего временной горизонт дорожной карты. В основу перечня был положен список из «233 добрых дел мегарегулятора» (подробнее о нем см. ниже), который эксперты валидировали и дополнили мероприятиями, относящихся к банковскому сектору³. Для каждого мероприятия необходимо было определить сроки реализации и ожидаемые результаты.

На третьем этапе эксперты заполняли матрицу «Вызовы—мероприятия», где им было предложено отметить, на какой из сформулированных по итогам первого этапа вызовов отвечает каждое из мероприятий, вошедшее в окончательный список по завершении второго этапа. Ввиду большого масштаба работы на третьем этапе были задействованы преимущественно отраслевые эксперты, оценивавшие соответствие мероприятий вызовам в рамках своего сектора финансовой системы.

Результаты, полученные в ходе экспертной работы, были использованы для визуального построения дорожной карты и выполнения на ее основе аналитических процедур, результаты которых изложены далее.

Вызовы в финансовой сфере — важнейший структурный элемент дорожной карты

Техника построения дорожной карты «от будущего к настоящему» предполагает определение целевого состояния финансовой системы, которое в рамках настоящего исследования было увязано с необходимостью преодоления ключевых вызовов, стоящих в данной сфере. Системный подход к рассмотрению факторов, влияющих на перспективную динамику финансового сектора, обеспечивался применением STEEPV-анализа, который предполагает рассмотрение социальных (S), технологических (T), экономических (E), экологических (E), политических (P) и ценностных (V) аспектов [Love-ridge, Saritas, 2012].

³ Список «добрых дел» охватывал только новые области ответственности мегарегулятора и потому не затрагивал банковский сектор.

Первоначальный перечень вызовов составлялся с учетом того, что они должны быть значимыми именно для развития финансового сектора. Также соблюдался принцип равномерности: вызовы отбирались так, чтобы, с одной стороны, они создавали достаточно полную картину, с другой — отражали проблемы во всех зонах ответственности российского мегарегулятора.

В результате проведенного исследования были выделены две группы вызовов: глобальные (системные) и специфические для России. Экспертная работа с перечнем вызовов, влияющих на развитие финансовой системы, состояла из четырех этапов:

- 1) валидация перечня вызовов;
- 2) оценка ожидаемого срока, когда каждый из перечисленных вызовов проявится в отношении России в наибольшей степени;
- 3) определение наиболее вероятного времени, когда действие вызова в отношении России начнет угасать;
- 4) оценка значимости сформулированных вызовов для России по шкале Лайкерта (слабая, не очень высокая, высокая, очень высокая, критическая).

После завершения первого этапа экспертной работы и обобщения его результатов сложился перечень определенных вызовов.

1. Глобальные вызовы

1.1. Глобализация финансовых рынков, ужесточение конкуренции на международных финансовых рынках.

Большинство экспертов предполагают, что период максимального влияния этого вызова на Россию уже наступил. 40% высказавшихся по данному вопросу указали, что глобализация финансовых рынков в обозримом временном горизонте снижаться не будет. При ответе на вопрос о значимости данного вызова для России 50% респондентов отметили, что его значение очень велико. Однако разброс мнений здесь также был довольно существенным.

1.2. Цифровая революция, быстрый прогресс и распространение информационно-коммуникационных технологий.

В отношении периода наступления спада наиболее часто встречались два варианта ответа: после 2020 г. (40% респондентов) и никогда в пределах обозримого временного горизонта (также 40%). Значимость для России в среднем характеризуется как очень высокая. 91% экспертов, ответивших на данный вопрос, указали значимость от «высокой» до «критической».

1.3. Демографические сдвиги, старение населения.

45% экспертов, давших оценку по этой позиции, связывают максимальное влияние данного вызова с периодом 2020-х гг.

Большинство специалистов — 55% — считают, что процесс старения населения будет оказывать сильное влияние на развитие финансовой системы в течение всего этого периода. Эксперты сошлись во мнении, что значимость вызова для России очень высока.

1.4. Замедление темпов роста мировой экономики (соответственно и спроса на финансовые активы) в связи с кризисом.

57% экспертов, ответивших на вопрос о влиянии данного вызова на российскую финансовую систему, считают, что пик уже наступил. При этом 43% респондентов полагают, что указанный вызов максимально проявился в период мирового финансового кризиса (назывались 2008 и 2009 гг.). Абсолютное большинство высказавшихся экспертов (71%) считают, что действие этого фактора начнет снижаться в 2020-е гг. Значимость его для России в среднем отмечена как очень высокая.

1.5. Усиление и ужесточение регулирования финансовой деятельности, рост издержек, связанных с удовлетворением регулятивных требований.

75% экспертов называли периодом максимального проявления вызова интервал с 2009 по 2015 г. Единого мнения по поводу того, когда влияние вызова пойдет на спад, в экспертной группе нет — разброс ответов по этой позиции значителен. Важность для России в среднем охарактеризована как высокая, крайние значения («совсем слабая» и «критическая») никто из опрошенных экспертов не указал.

1.6. Изменение требуемого уровня соотношения «риск—доходность» для большинства финансовых активов, падение спроса на рисковые, но высокодоходные активы.

70% респондентов отнесли максимальное проявление вызова к периоду с 2009 по 2015 г. По мнению 40% опрошенных, действие вызова начнет уменьшаться в период с 2017 по 2019 г. Оставшиеся 60% считают, что это произойдет позже — в 2020-е гг. Средняя оценка значимости вызова для развития финансовой системы России не очень высокая (такой вариант ответа выбрали 44% членов экспертной группы).

1.7. Возросшая стоимость привлечения средств финансовыми посредниками вследствие снижения доверия к финансовым активам со стороны экономических агентов.

Пиковое влияние указанного вызова, по мнению экспертов, приходится на период с 2008 по 2015 г. Наиболее часто встречались следующие варианты ответа: 2008 и 2009 гг. Время снижения влияния данного вызова эксперты оценивают по-разному. В ответах

на этот вопрос указывались разные временные горизонты в интервале с 2014 по 2020-е гг. В среднем значимость данного вызова для России оценена как высокая.

2. Страновые вызовы

2.1. Низкая финансовая культура подавляющего большинства экономических агентов.

В экспертной группе наблюдался значительный разброс мнений по поводу периодов максимального влияния вызова и его снижения. 22% респондентов отметили, что влияние этого вызова, скорее всего, сохранится на протяжении всего временного горизонта карты. Эксперты сошлись во мнении, что значимость вызова для России является высокой; часть специалистов даже оценили ее как критическую.

2.2. Значительная дифференциация доходов, высокая доля бедного населения.

Единство в экспертных мнениях пока не сложилось, но в основном респонденты называли периодом пикового влияния либо 1990-е гг. (43% опрошенных), либо 2015 г. (29%). Абсолютное большинство экспертов отметили очень высокую значимость этого фактора для России, хотя высказывались разные точки зрения.

2.3. Недоверие к негосударственным финансовым институтам из-за непрозрачности их работы и многочисленных мошенничеств.

Разброс ответов по вопросу о максимальном влиянии вызова в экспертной группе велик, но чаще всего называются 2008 и 2009 гг. Что касается предполагаемого периода спада, наиболее часто респонденты указывали 2020 г. (57% от общего числа респондентов). В среднем значимость для России была отмечена как высокая.

2.4. Неразвитость финансовых рынков, ограниченный выбор финансовых инструментов, отсутствие долгосрочных инструментов.

Разброс мнений по поводу того, в какой период этот вызов проявится в наибольшей степени, весьма значителен. Что касается времени спада, то большинство опрошенных — 57% — считают, что это произойдет в 2020-х гг. Значимость данного фактора для России оценивалась специалистами по-разному, но в среднем как очень высокая.

2.5. Рост инфляции и снижение курса рубля.

50% из высказавшихся экспертов считают, что рост инфляции и снижение курса национальной валюты в максимальной степени проявляется в 2014 г. По мнению 62,5% опрошенных, снижение влияния этого фактора произойдет в 2015–2016 гг. Абсолютное

большинство экспертов согласны с тем, что данный вызов очень значим для России.

2.6. Международные санкции, в том числе и к государственным банкам, ограничивающие привлечение средств за рубежом.

78% опрошенных экспертов считают, что данный вызов оказал наибольшее влияние на финансовую систему России в 2014 г. Абсолютное большинство — 89% — полагают, что в 2015–2016 гг. действие этого фактора ослабнет. По поводу значимости указанного вызова варианты ответов экспертов варьировали в диапазоне — от «совсем слабой» до «критической». 44% экспертов полагают, что значимость этого вызова очень высока.

2.7. Зависимость от международных платежных систем.

Большинство экспертов полагают, что максимальное влияние либо уже прошло, либо будет пройдено в 2014 г. 40% респондентов считают, что, начиная с 2015 г. действие вызова пойдет на спад. Абсолютное большинство опрошенных специалистов (80%) приписывают данному вызову очень большое или даже критическое значение для России.

Полученные результаты используются для формирования временной шкалы дорожной карты.

Система мероприятий дорожной карты

В основу составления перечня мероприятий был взят список так называемых «добрых дел» мегарегулятора. Этот перечень был предложен Банку России самими участниками рынка, обозначившими основные проблемы и шаги по их решению в девяти секторах, вошедших в зону ответственности мегарегулятора. После ряда обсуждений список из «233 добрых дел», ранжированный по значимости от А до D, превратился в план действий мегарегулятора. К концу 2014 г. Банк России и участники рынка уже оценили, какой прогресс был достигнут в реализации этих мероприятий и к какому эффекту они привели.

Прежде всего следует отметить, что «233 добрых дела», принятые в начале работы мегарегулятора, остаются рабочим документом Банка России. Однако список «добрых дел» к концу 2014 г. сократился на 67 единиц (те, которые изначально получили минимальный уровень значимости) [Меры по развитию..., 2014]. Их реализация не отменяется полностью, но пока откладывается. Это говорит о готовности регулятора сосредоточиться на решении основных, наиболее важных проблем, не распыляясь на второстепенные.

Проведенный анализ показал, что основной сферой внимания мегарегулятора являются **микрофинансовые организации**, а именно меры по обеспечению прозрачности рынка и повышению надежности таких структур. Здесь наблюдается наибольшее количество решенных или почти решенных задач. 12 из 15 предложений по нормотворчеству находятся на предпоследней стадии «имплементации» (реализация) или последней стадии («получение ожидаемого результата»).

На втором месте — **страховой рынок**, где 13 из 25 задач либо уже выполнены, либо пребывают на стадии реализации.

По **рынку пенсионного обеспечения** в отчете только 3 из 14 предложений по нормотворчеству находятся на финальной стадии, хотя формально Банк России выделяет этот сегмент как приоритетный.

Минимальный интерес мегарегулятор проявляет к **инвестиционным фондам**. Из 27 задач только 7 пребывают на стадии реализации или оценки результата, остальные либо прорабатываются, либо отложены на неопределенный срок.

Наибольшие изменения происходят в отрасли **негосударственных пенсионных фондов** и обязательного страхования, именно на данные сегменты мегарегулятор выделяет наибольшие ресурсы.

Однако для составления дорожной карты и получения аналитических выводов недостаточно просто нанести на нее мероприятия («добрые дела») Банка России и показать временные рамки их развертывания. Необходимо сформировать основания для ранжирования запланированных мероприятий и оценки их значимости.

Для этого на заключительном этапе экспертной работы специалистам была представлена кросс-таблица, в столбцах которой были перечислены стоящие перед мегарегулятором вызовы (как глобальные, так и страновые), а в строках — мероприятия мегарегулятора, сгруппированные по секторам. Специалистам было предложено отметить для каждого мероприятия те вызовы, ответу на которые способствует данное мероприятие. В результате получилась наглядная картина сопряжения основных вызовов и запланированных ответов на них мегарегулятора.

В целом по завершении экспертной работы обнаружилось, что требования, поставленные к набору и формулировкам вызовов, оказались выполненными: все поле вызовов в той или иной степени охвачено мероприятиями мегарегулятора; почти все мероприятия удалось соотнести с тем или иным вызовом. Это подтверждает релевантность сформированного перечня вызовов тем задачам, которые были обозначены перед работой.

Визуальное представление дорожной карты

Наиболее распространенный способ группировки информации, содержащейся в дорожной карте, состоит в том, что ее элементы объединяются по слоям. Аналогичным образом строится визуальное представление карты, где показываются слои, в пределах которых в свою очередь отображаются более детальные элементы.

Слой дорожной карты представляет собой совокупность однотипных элементов карты. Слои показываются в единой системе временных координат. Допустима ситуация, когда один или несколько слоев представлены вне линии времени. Это может иметь место, когда действие отображаемых на нем элементов-событий происходит на протяжении всего временного горизонта карты. В дорожной карте российского мегарегулирования по этой причине вне линии времени отображен слой вызовов.

Настоящая дорожная карта содержит два слоя:

- 1) вызовы, стоящие перед финансовой системой страны, подразделяющиеся на две категории — глобальные и страновые;
- 2) мероприятия, обеспечивающие ответ на вызовы.

Структура визуального представления карты дана на рис. 2.

Слои карты расположены вертикально. Слева находится слой «Вызовы», справа — «Мероприятия». Взаимосвязь между элементами каждого слоя показана цифрами. Наличие однотипного цифрового и графического обозначений на двух элементах карты говорит о том, что указанные элементы связаны друг с другом — мероприятие является инструментом ответа на соответствующий вызов. Соответствие мероприятий и вызовов было установлено в процессе третьего этапа экспертной работы.

На линии времени в карте отображается хронология событий, связанных с отдельными ее элементами. Временная шкала построена с выделением ретроспективного (до конца ноября 2014 г.) и будущего периодов времени. Она сформирована с учетом нормативных документов, результатов кабинетного исследования и экспертных оценок.

Для углубленного анализа развития процесса мегарегулирования в России по схеме, приведенной на рис. 3, было подготовлено девять дорожных карт, соответствующих ключевым сферам ответственности Банка России, обозначенным в списке «добрых дел»: банковскому сектору, страховому сектору, сектору микрофинансовых организаций, сектору пенсионного обеспечения, инвестиционным фондам, рынку ценных бумаг и корпоративного управления, сфере эмиссионной деятельности, сфере актуарной деятельности, сфере инфраструктуры и инструментария финансовых рынков.

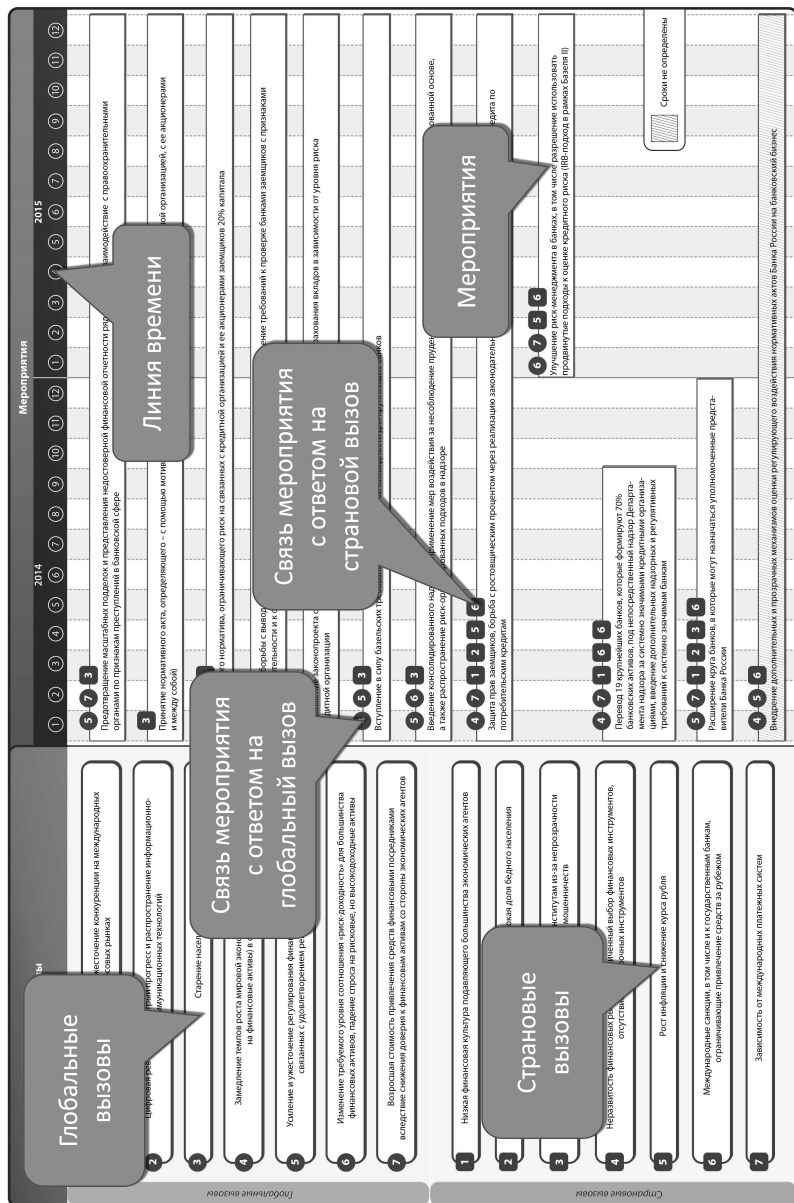


Рис. 2. Структура визуального представления дорожной карты

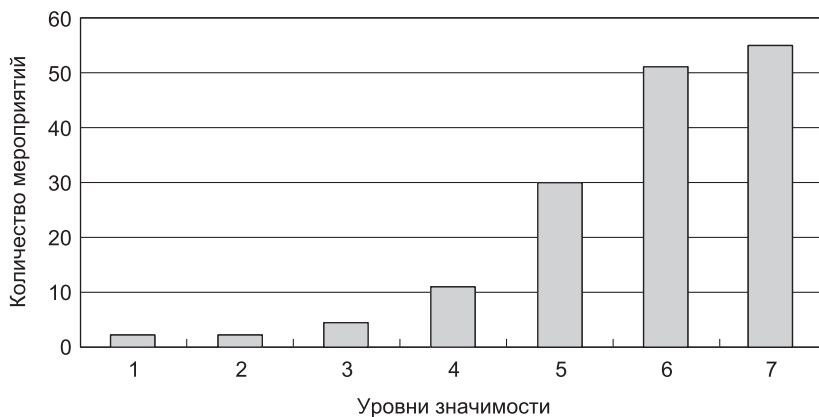


Рис. 3. Ранжирование мероприятий мегарегулятора по уровням значимости

Аналитические выводы из дорожных карт развития мегарегулирования в России

Сравнительная значимость мероприятий

Анализ информации, представленной в дорожных картах развития мегарегулирования в ключевых сегментах российского финансового рынка, позволяет судить о том, насколько отдельные регулирующие мероприятия способствуют достижению стратегических целей. В зависимости от способности отвечать на вызовы всем мероприятиям были присвоены уровни значимости — от первого (отвечают на 7 вызовов) до седьмого (отвечают на 1 вызов) (рис. 3). Больше чем на 7 вызовов (из 14 выделенных) не отвечает ни одно мероприятие, а подавляющее их большинство обеспечивает ответ всего на 1–2 вызова. То есть намеченные «добрые дела» в основном носят точечный характер и не выходят за пределы узких интересов субъектов сектора.

Кроме того, в списке «добрых дел» есть 10 мероприятий, которые эксперты не смогли сопоставить ни с одним системным вызовом. Это не отрицает важности данных мероприятий на уровне конкретного сектора, но вряд ли они должны ставиться как задача для мегарегулятора.

Следует отметить, что значимой корреляции между экспертными оценками важности мероприятий для ответов на вызовы и приписываемой им участниками рынка приоритетностью не выявлено. Например, среди восьми мероприятий, которым эксперты присвоили максимальный уровень значимости (от 1 до 3), встре-

чаются мероприятия приоритетностью от А до С. То есть участники рынка при определении приоритетов не руководствуются соображениями системного характера.

Обеспеченность ответов на вызовы мероприятиями

Второе направление анализа связано с выяснением того, насколько регулятивная система России подготовлена к ответу на исследуемые вызовы. Каждому вызову сопоставлен набор отвечающих на него мероприятий с разбивкой по секторам. Благодаря этому можно не только проследить готовность финансовой системы к ответу на тот или иной вызов, но и уяснить, в какой степени к данному вызову подготовлен тот или иной ее сектор. Более обобщенно можно судить о том, в каком из секторов мероприятия носят наиболее системный характер.

Готовность мегарегулятора к ответу на стоящие вызовы неравномерна. Обеспеченность мероприятий вызовами имеет разброс более чем в десять раз (рис. 4).

В целом финансовая система России больше приспособлена к ответам на внутренние вызовы, нежели на внешние. Возможно, в условиях нынешней тенденции к изоляции вследствие санкций это разумно, но для долгосрочной перспективы такой выбор приоритетов спорен.

Наиболее концентрированный ответ на вызовы прослеживается в секторах актуарной деятельности, пенсионных фондов и МФО, т.е. мероприятия в указанных областях имеют максимально узкую направленность. Данные сектора подготовлены к ответу на минимальное количество вызовов, но зато и фронт защиты от этих вызовов у них максимальный. Самый широкий спектр вызовов готова встретить банковская система, у нее почти на каждый вызов имеется в ответ хотя бы одно мероприятие. Но при этом количество мероприятий, нацеленное на каждый отдельный вызов, невелико.

Значимой корреляции между приоритетностью мероприятий, обозначенной участниками рынков, с вызовами не выявлено, что опять же подтверждает вывод об отсутствии стратегического подхода к формированию перечня «добрых дел».

Экспертиза развития мегарегулирования с помощью дорожных карт

Сопоставление вызовов и «добрых дел» было дополнено анализом временных рамок мероприятий, отраженных на дорожных картах, в разбивке по секторам. По результатам можно сформулировать определенные выводы.

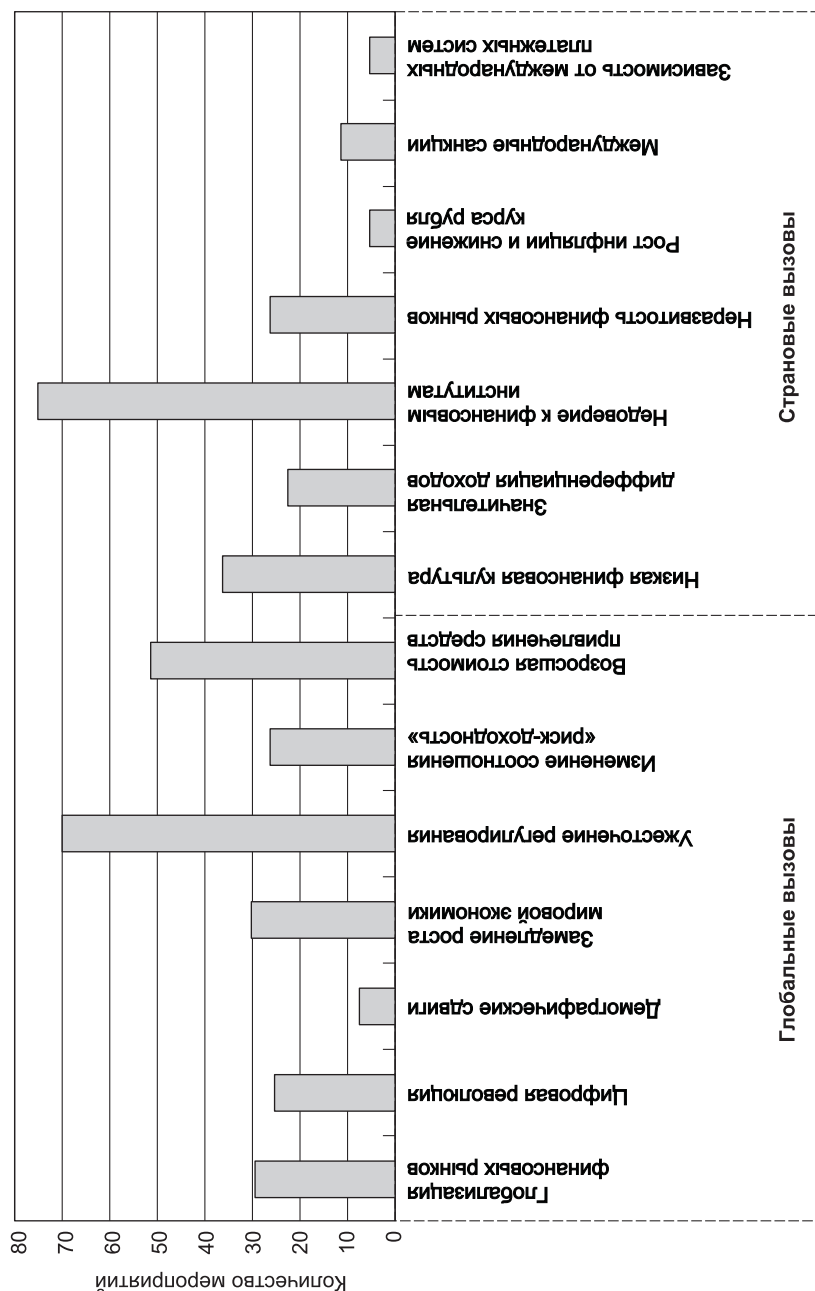


Рис. 4. Обеспеченность вызовов мероприятиями метарегулятора

Дорожные карты демонстрируют, что в координатах «вызовы — мероприятия» деятельность мегарегулятора в целом разумна: нет ситуации, когда для ответа на вызов не предусмотрено мероприятий, и редки случаи, когда намеченные шаги не направлены на стратегически важные цели. Предусмотренные меры представляются адекватными вызовам, стоящим перед российской финансовой системой и ее регулятором. Однако и во временном, и в секторальном разрезах прогресс осуществляется неравномерно, т.е. приоритеты мегарегулятора уже приобрели выраженный характер: МФО и страховой рынок.

Между тем, по оценкам экспертов, наибольшая концентрация системно значимых мероприятий в списке «добрых дел» приходится на рынок ценных бумаг и сопряженные сектора (управление активами и биржевая инфраструктура). Это связано как с продолжающимися институциональными изменениями, так и с введением внешних санкций, что требует переориентации российских банков и корпораций на внутренний рынок и финансовые площадки за пределами США и ЕС. Меры по привлечению иностранных инвесторов в ближайшее время станут менее приоритетными по сравнению с улучшением условий для привлечения капитала на внутреннем рынке, развития инфраструктуры и повышения финансовой грамотности населения и бизнеса.

Отмеченный дисбаланс приоритетов стейкхолдеров и экспертов финансового рынка еще раз доказывает, что согласованные с участниками рынка приоритеты деятельности мегарегулятора расставлялись с позиции узких секторальных интересов, без учета системных эффектов. Руководствуясь дорожными картами, мегарегулятору следовало бы более взвешенно подходить к приоритизации реализуемых им мероприятий как в секторальном, так и во временном разрезе.

Основные аналитические выводы об эффективности развития мегарегулирования в России

1. С точки зрения повышения устойчивости российской финансовой системы и ее готовности противостоять системным вызовам реализуемая мегарегулятором система мероприятий достаточно развернута, ни один вызов не остается без ответа. Защищенность от различных групп вызовов, однако, неравномерна.

1.1. Наибольшие усилия мегарегулятора направлены на то, чтобы разрешить кризис доверия, сложившийся как между населением и финансовыми институтами, так и между самими финансовыми институтами. Большая часть мероприятий нацелена на предотвра-

шение мошенничеств, защиту прав потребителей финансовых услуг и повышение прозрачности деятельности финансовых посредников. Значительные усилия прикладываются также к тому, чтобы повысить финансовую культуру в России и элиминировать вытекающие из нее риски недобросовестного поведения финансовых институтов.

1.2. На втором месте находится защищенность от угроз, связанных с глобальным ухудшением условий финансовой деятельности, а именно с общим замедлением темпов роста мировой экономики и сокращением (и соответственно удорожанием) ресурсов для финансовой системы. Для России эта тенденция усугубляется еще и международными санкциями. То что мегарегулятор своей деятельностью выстроил достаточно надежную защиту от таких вызовов, подтверждается им самим: в 2014 г. Банк России оценивает влияние санкций как «умеренно негативное» [Состояние банковского..., 2014].

1.3. Третьей по значимости для мегарегулятора является группа вызовов, связанная с глобализацией финансовых рынков, ужесточением конкуренции и возросшим во всем мире отторжением риска. Возможно, столь скромное место этого важного процесса объясняется возросшей изоляцией финансовой системы России, которая имеет и положительные последствия: ослабление чувствительности к внешним шокам и зависимости от навязываемых извне «правил игры».

1.4. Технологические и инструментальные вызовы, невзирая на общую установку модернизации, находятся на периферии внимания мегарегулятора. С учетом сложившегося к настоящему времени приоритета внутренних вызовов в этом есть определенный смысл, но с точки зрения долгосрочной конкурентоспособности российской финансовой системы данная тенденция не может не настораживать, особенно в свете ускоренного движения к созданию национальной платежной системы.

1.5. Наименьшее внимание уделяется демографическим и макроэкономическим вызовам, что, вероятно, имеет под собой основания, так как мегарегулятор может влиять на них только косвенно. Однако слабая защищенность от них финансовой системы может воспрепятствовать адекватному ответу и на прочие вызовы, так как все они связаны между собой.

2. События последних месяцев в экономике и изменения во внешнеполитической ситуации потребуют существенного расширения инициатив, направленных на поддержание стабильности финансовых институтов, создание прозрачной и не усугубляющей провалы рынка системы государственной поддержки финансовых институтов, а также укрепление интеграционных процессов с рынками и

регуляторами стран ЕАЭС. Это будет способствовать как развитию отечественных финансовых институтов и источников финансовых ресурсов, так и привлечению инвесторов с рынков Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии, не присоединившихся к санкционному режиму в отношении ряда секторов российской экономики и финансовых институтов.

3. Успех в дальнейшей реализации дорожной карты зависит от готовности российского регулятора и других ведомств финансово-экономического блока реализовывать долгосрочные меры, несмотря на неблагоприятную макроэкономическую ситуацию. Наличие политической воли и ресурсов для ее реализации является необходимым условием для качественного внедрения предложенных мер в адекватные сроки.

4. Дорожные карты вскрывают и серьезные недостатки институционального проектирования мегарегулятора. Практически во всех секторах финансовой системы мероприятия планируются исходя из *уже стоящих* перед системой вызовов. Таким образом, к настоящему моменту сложилась система позднего реагирования на вызовы. Между тем многие из занесенных на карты вызовов были очевидны уже на ранних этапах их развертывания. В целях минимизации потенциального ущерба мегарегулятору следует формировать систему мероприятий для *упреждающего* реагирования на вызовы, чего пока не делается, так как «добрые дела» разрабатывались как реакция на уже существующие проблемы.

5. При впечатляющем количестве реализуемых и планируемых мероприятий Банка России их нельзя считать полноценными ответами на выявленные вызовы, так как «добрые дела» носят точечный характер и не основаны на системном подходе. Они обсуждались и ранжировались исходя из узких интересов участников рынка, а не задач стратегического планирования самого мегарегулятора. Конечно, взаимодействие со стейкхолдерами финансового сектора очень важно, но приоритет в деятельности мегарегулятора должен принадлежать системным целям. Дискретный подход к планированию мероприятий не позволяет охватить ими все проблемное поле, создаваемое стоящими перед мегарегулятором вызовами.

В заключение заметим, что авторами статьи были построены дорожные карты, основанные на *позитивном анализе* мероприятий мегарегулятора, т.е. на исследовании и экспертизе того, что *по факту делается* в направлении его становления («из прошлого в будущее»). Однако для повышения качества проектирования мегарегулятора следовало бы провести также и *нормативный анализ*, выстроив дорожные карты так, чтобы они отвечали на вопросы, какой *должна быть* система мероприятий и как внутри нее должны

быть расставлены временные рамки и приоритеты, чтобы она наилучшим образом отвечала на вызовы и повышала устойчивость финансовой системы к внешним шокам («из будущего в прошлое»). Такая работа может быть проделана методами форсайта, и, как представляется, ее результаты могут существенно повысить качество планирования деятельности мегарегулятора.

Список литературы

Боков М.Б. Специфика получения прогнозного знания и экспертные процедуры в Форсайте // Социологические исследования. 2013. № 3.

Великанова Н.П., Карасёв О.И. Метод дорожных карт в стратегическом планировании развития образования // Университетское управление: практика и анализ. 2014. № 4–5 (92–93).

Гохберг Л.М. Будущее как стратегическая задача // Форсайт. 2007. № 1 (1).

Меры по развитию финансового рынка. Мониторинг реализации. // МФЦ Москва: сайт. 2014. Декабрь. URL: http://www.mfc-moscow.com/assets/files/misc/new_233_dec-2014.pdf (дата обращения: 25.05.2015).

Соколов А.В. Будущее науки и технологий: результаты исследования Дельфи // Форсайт. 2009. № 3 (11).

Состояние банковского сектора России в первом полугодии 2014 года // Вестник Банка России. 2014. № 81 (1559).

Karasev O., Vishnevskiy K. A Toolkit for Integrated Roadmaps: Employing Nanotechnologies in Water and Wastewater Treatment // Science, Technology and Innovation Policy for the Future — Potentials and Limits of Foresight Studies / Ed. by D. Meissner, L. Gohkberg, A. Sokolov. L, NY, Dordrecht, Heidelberg, 2013.

Loveridge D., Saritas O. Ignorance and Uncertainty: Influences on Future-Oriented Technology Analysis // Technology Analysis and Strategic Management. 2012. N 24 (8).

Vishnevskiy K., Karasev O., Meissner D. Integrated Roadmaps and Corporate Foresight as Tools of Innovation Management: The Case of Russian Companies // Technological Forecasting and Social Change. 2015. Vol. 90.

The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

Bokov M.B. Specifika poluchenija prognoznogo znaniya i jekspertnye procedury v Forsajte, *Sociologicheskie issledovaniya*, 2013, N 3.

Velikanova N.P., Karasev O.I. Metod dorozhnyh kart v strategicheskom planirovanii razvitiya obrazovaniya, *Universitetskoe upravlenie: praktika i analiz*, 2014, N 4–5 (92–93).

Gohberg L.M. Budushhee kak strategicheskaja zadacha, *Forsajt*, 2007, N 1 (1).

Mery po razvitiyu finansovogo rynka, Monitoring realizacii, *MFC Moskva: sajt*, 2014, Dekabr', URL: http://www.mfc-moscow.com/assets/files/misc/new_233_dec-2014.pdf (data obrashheniya: 25.05.2015).

Sokolov A.V. Budushhee nauki i tehnologij: rezul'taty issledovaniya Del'fi, *Forsajt*, 2009, N 3 (11).

Sostojanie bankovskogo sektora Rossii v pervom polugodii 2014 goda, *Vestnik Banka Rossii*, 2014, N 81 (1559).

С.К. Дубинин¹,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия),

Н.А. Миклашевская²,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия),

С.Б. Карловская³,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия),

П.А. Патрон⁴,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия)

СМЕНА ОРИЕНТИРОВ В ПОЛИТИКЕ БАНКА РОССИИ: ПЕРЕХОД К СВОБОДНОМУ КУРСООБРАЗОВАНИЮ

Статья посвящена анализу политики перехода Банка России к свободному курсообразованию. Показано, что режим плавающего валютного курса логично вписывается в общую стратегию регулятора, направленную на достижение ценовой стабильности. Исследуются причины и последствия обращения к свободному курсообразованию, делается вывод о том, что ускоренный переход к плавающему курсу был обусловлен внешними и внутренними шоками, с которыми столкнулась экономика России в 2014 г. Особое внимание уделено оценке мер монетарной политики, направленных на стабилизацию ситуации на валютном рынке.

Ключевые слова: валютная политика, валютный коридор, свободное курсообразование, таргетирование инфляции, ключевая ставка, валютный своп.

S.K. Dubinin,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia),

N.A. Miklashevskaya,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia),

S.B. Karlovskaya,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia),

P.A. Patron,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia)

¹ Дубинин Сергей Константинович, докт. экон. наук, зав. кафедрой финансов и кредита экономического ф-та; тел.: +7(495) 663-47-43; e-mail: dsk@vtbcapital.com

² Миклашевская Нина Анатольевна, канд. экон. наук, доцент кафедры политической экономики экономического ф-та; тел.: +7 (495) 939-33-03; e-mail: myklo@mail.ru

³ Карловская Софья Борисовна, канд. экон. наук, доцент кафедры политической экономики экономического ф-та; тел.: +7 (495) 939-50-55; e-mail: karlovskayasofi@mail.ru

⁴ Патрон Петр Анатольевич, канд. экон. наук, доцент кафедры политической экономики экономического ф-та; тел.: +7 (495) 939-33-03; e-mail: patron@econ.msu.ru

BANK OF RUSSIA'S SHIFTS IN POLICY GUIDELINES: TRANSITION TO THE FLOATING EXCHANGE RATE REGIME

The paper analyzes the Bank of Russia's policy during its transition to the floating exchange rate regime. We show that this transition logically follows the general regulation strategy towards price stability. After thorough study of reasons and consequences of the transition, we conclude that internal and external shocks to Russian economy in 2014 accelerated the shift to the flexible exchange rate. We emphasize the assessment of stabilization policy at the foreign exchange market.

Key words: exchange rate policy, exchange rate band, floating exchange rate, inflation targeting, key interest rate, currency swap.

1. Политика регулирования валютного курса в России в период, предшествующий переходу к свободному курсообразованию (1992–2014)

Переход к свободному курсообразованию в России представляет собой новый этап реализации валютной политики, осуществляемой Центральным банком Российской Федерации (ЦБ РФ) с начала 90-х гг. прошлого века. Смена задач в области валютного регулирования происходила в ответ на изменения экономической ситуации в стране и в соответствии с новыми задачами и вызовами, с которыми сталкивались Правительство и Банк России при проведении экономической политики. В зависимости от целей и приоритетов валютной политики, выбора режима валютного курса можно выделить четыре периода в деятельности Банка России, которые предшествовали переходу к свободному курсообразованию.

На первом этапе экономических реформ (1992–1994) ЦБ РФ поддерживал *плавающий валютный курс*, поскольку в условиях низкого уровня золотовалютных резервов (ЗВР) политика фиксированного валютного курса оказалась попросту нереалистичной. В этот период произошел отказ от системы множественных валютных курсов, была введена внутренняя конвертируемость валюты (снятие ограничений на конвертацию национальной валюты в иностранную внутри страны) и осуществлен переход к рыночному установлению валютного курса. Валютная политика ЦБ РФ заключалась в том, чтобы найти компромисс между необходимостью преодолеть спад производства в условиях огромного бюджетного дефицита и борьбой с инфляцией. В это время приоритет отдавался *преодолению спада производства и финансированию дефицита государственного бюджета*, что сопровождалось неконтролируемой денежной эмиссией.

На втором этапе (1995–1998) главной целью стало *снижение инфляции*, поэтому ЦБ РФ перешел к политике *стабилизации на базе валютного курса*, который был выбран в качестве «номинального якоря», сдерживающего инфляционные ожидания. В России поддерживался фиксированный валютный курс в виде скользящего валютного коридора. Стабилизация рубля помогла решить несколько задач: достичь стабильной динамики как номинального, так и реального курса рубля, снизить инфляцию, укрепить доверие к центральному банку и поддержать отечественный экспорт, который на тот момент был фактически единственным источником экономического роста и валютных поступлений в страну. В 1995 г. индекс потребительских цен снизился до 190%, в 1996 г. — до 47,6%, в 1997 г. — до 14,6%. Рубль постепенно обесценивался в номинальном выражении, однако в реальном выражении продолжал укрепляться, так как темпы его обесценения были несколько ниже, чем темпы инфляции.

В 1995 г. Россия сделала важный шаг в направлении создания условий для либерализации экономики. Правительство страны подписало VIII статью Устава МВФ и сняло всякие ограничения на обмен валюты по операциям, связанным с экспортом и импортом товаров и услуг и чистыми факторными доходами, т.е. ввело конвертируемость рубля по счету текущих операций платежного баланса.

Финансовый кризис в августе 1998 г., развернувшийся в России на фоне азиатского финансового кризиса, значительного бюджетного дефицита правительства, роста государственного долга, ухудшения платежного баланса в связи с падением мировых цен на энергоносители, сопровождался резкой девальвацией рубля и оттоком капитала с российского финансового рынка. Однако впоследствии девальвация послужила толчком к росту российской экономики с начала 2000-х гг.

На третьем этапе (вплоть до начала глобального финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг.) в России фактически поддерживалось *жесткое управляемое плавание*, при котором активно использовались механизмы стерилизации с целью удержать валютный курс около долгосрочного тренда. Основная задача Банка России в этот период была следующей: *не допустить значительного реального укрепления курса рубля*, которое происходило на фоне роста мировых цен на энергоносители (а это основная статья российского экспорта), с тем чтобы поддержать конкурентоспособность национальных товаров на мировом рынке.

ЦБ РФ в краткосрочном периоде регулировал динамику номинального валютного курса, в то время как реальный валютный курс выступал в роли среднесрочного ориентира. До 1 февраля 2005 г.

для сглаживания колебаний номинального курса рубля ЦБ РФ использовал в качестве операционного ориентира валютной политики только доллар США, а затем переключился на использование бивалютной корзины — рублевой стоимости корзины валют, состоящей к моменту перехода к свободному курсообразованию из 45% евро и 55% долларов США, что было приближено к структуре валют в составе золотовалютных резервов. Таким образом, *стоимость бивалютной корзины выступала ориентиром курсовой политики Банка России, а валютные интервенции — инструментом регулирования валютного курса.*

1 июля 2006 г. была *введена полная конвертируемость рубля* как по счету текущих операций, так и по счету движения капитала, а 30 октября 2007 г. были внесены изменения в закон «О валютном регулировании и контроле», которые привели требования к свободному перемещению капитала в соответствие с международными стандартами. В результате российские экономические агенты получили свободный доступ к мировым финансовым рынкам. В условиях укрепления курса рубля и высоких внутренних процентных ставок росли объемы внешних заимствований российских компаний и банков, а российские финансовые рынки становились все более привлекательными для иностранного капитала. Как следствие в 2006 г. Россия впервые столкнулась с *чистым притоком капитала*, составившим 41,4 млрд долл. В 2007 г. этот показатель увеличился в два раза, достигнув 81,7 млрд долл., и превысил положительное сальдо по счету текущих операций.

Ситуация кардинально изменилась в 2008 г., когда в условиях нестабильности на мировых финансовых рынках начался массированный отток капитала из стран с формирующимися рынками. Чистый вывоз капитала из России за сентябрь—декабрь 2008 г. составил 159 млрд долл., из которых 72,1 млрд долл. приходилось на банковский сектор. В этот период наблюдался значительный отток средств из акций и облигаций российских компаний: индексы РТС и ММВБ упали на 70%, резко подскочила доходность по корпоративным облигациям в связи с падением цен на них.

Отток иностранного спекулятивного капитала сопровождался покупками валюты на внутреннем валютном рынке. Привлечение новых кредитов российскими банками и компаниями стало практически невозможным. С одной стороны, это обострило проблемы российского банковского сектора: резко повысились процентные ставки, возросла доля проблемных активов, значительно снизилась ликвидность российских банков. С другой стороны, чрезмерный финансовый долг частных заемщиков усилил падение курса рубля.

Наблюдавшееся «бегство от рубля» и перевод средств резидентов в долларовые и евро активы в условиях ожидания дальнейшего падения курса национальной валюты могли привести к резкому падению внутренних сбережений. Страна стояла перед реальной угрозой попадания в инфляционно-девальвационную спираль: ликвидность, которая увеличивалась в экономике благодаря действиям ЦБ, немедленно оказывалась на валютном рынке и «уходила» в доллары и евро. В результате столь необходимые для реального сектора экономики средства не доходили до него, а банковская система вновь оказывалась в условиях дефицита ликвидности [Экономика России..., 2009, с. 201]. В условиях ожидаемой девальвации происходила массированная скупка валюты. Следует отметить, что Банк России отказался от введения валютных ограничений. Вместо того, чтобы нормализовать ситуацию, банкам было рекомендовано в декабре 2008 г. сохранить размер длинной валютной позиции на уровне ноября, а также были открыты валютные корреспондентские счета в ЦБ.

В сложившихся макроэкономических условиях предотвращение валютного кризиса становилось невозможным, но ЦБ РФ стоял перед выбором: провести резкую быструю девальвацию рубля или плавную, растянутую во времени. Значительные накопленные золотовалютные резервы позволили Банку России с 11 ноября 2008 г. начать реализовывать *политику плавной девальвации рубля*, которая продолжалась три месяца. Ее суть заключалась в поэтапном расширении — на 50 коп., коридора колебаний валютного курса рубля к бивалютной корзине.

Политика плавной девальвации рубля имела свои отрицательные и положительные последствия. Растянутое во времени контролируемое обесценение рубля привело к значительному падению ВВП [Юдаева, 2010, с. 23]. Плавная девальвация не компенсировала предприятиям падения цен на мировом рынке: рублевая выручка у экспортеров упала в большей степени. Повышение процентных ставок Банком России с целью снизить отток рублевых вкладов из банков и сделать валютные спекуляции в условиях ожидаемой устойчивой девальвации рубля невыгодными сильно увеличило расходы на выплату процентов по кредитам (процентные ставки по рублевым кредитам подскочили до 30% годовых). Это лишило предприятия возможности пополнить оборотный капитал на приемлемых условиях и усилило падение ВВП. Резко сократился объем ЗВР. План по диверсификации и модернизации экономики отошел на второй план. Импорт высокотехнологичного оборудования в связи с девальвацией стал практически невозможным. За 2008 г. реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам укре-

пился на 5,1%, а за первый квартал 2009 г. обесценился на 7,6% по отношению к аналогичному показателю прошлого года. Индекс номинального эффективного курса за 2008 г. снизился на 2% по отношению к 2007 г., за первый квартал 2009 г. — на 15,7% по сравнению с первым кварталом 2008 г. [Статистика..., 2015].

Вместе с тем политика плавной девальвации позволила Банку России поддержать доверие к национальной валюте. Предприятия, взявшие кредиты в иностранной валюте, в ходе плавной девальвации получили возможность обменять рубли на валюту по более выгодному курсу для обслуживания долга, тем самым сократили убытки от курсовых разниц и снизили риск дефолта. Сохранилось доверие населения к сберегательным институтам: курсовые риски минимизировались посредством перевода рублевых сбережений в валютные активы. Плавная девальвация поддержала ликвидность и платежеспособность банковской системы, которая оказалась на грани краха.

В долгосрочной перспективе политика плавной девальвации и сохранение доверия к национальной валюте позволили Банку России создать условия для перехода к политике инфляционного таргетирования и режиму свободного курсообразования. Именно в период глобального финансово-экономического кризиса 2008—2009 гг., не обошедшего стороной и Россию, ЦБ РФ заявил о своем твердом намерении сменить ориентиры валютной политики и перейти в обозримом будущем к инфляционному таргетированию и свободному курсообразованию. С 2009 г. начался четвертый этап реализации политики валютного курса, завершившийся в середине ноября 2014 г. переходом к свободному курсообразованию.

2. Причины ускоренного перехода к плавающему валютному курсу рубля

Согласно международной классификации МВФ, публикуемой в рамках ежегодного отчета о режимах обменных курсов и валютных ограничениях, в октябре 2014 г. Россия еще не входила в число стран с плавающим валютным курсом (floating), к которым относятся страны с гибким управляемым плаванием и свободно плавающими курсами [Annual Report..., 2014]. Она была отнесена к числу стран с промежуточными режимами, а именно — к группе “Other managed arrangement” с указанием на то, что ЦБ РФ сделал предвзятельные шаги к политике инфляционного таргетирования.

Однако ситуация изменилась в ноябре 2014 г., когда Банк России отказался от регулирования валютного курса в рамках валютного коридора и перешел к плавающему валютному курсу, т.е. свобод-

ному курсообразованию. Этот переход был реализован в рамках политики таргетирования инфляции, направленной на достижение в ближайшей перспективе ценовой стабильности.

Инфляционное таргетирование в РФ предполагает два основных этапа. На первом, переходном этапе ЦБ РФ в качестве инструмента кредитно-денежной политики использует процентные ставки, однако в отдельные периоды оставляет за собой право осуществлять валютные интервенции в целях сдерживания высокой волатильности валютного курса, т.е. поддерживает режим гибкого управления валютным курсом. На втором этапе основным инструментом в политике Банка России станет процентная ставка. Регулятор откажется от валютных интервенций и какого-либо вмешательства в функционирование валютного рынка.

Сроки перехода к политике инфляционного таргетирования и плавающего валютного курса постоянно переносились. Первоначально говорилось, что таргетирование инфляции начнется в 2011 г., затем — в 2013 г. и, наконец, — в 2015 г. О переходе к свободному курсообразованию ЦБ РФ заявил в 2012 г., определив в качестве временного ориентира начало 2015 г.

Однако из-за неблагоприятной геополитической обстановки в связи с событиями на Украине, введения экономических санкций против РФ, снижения цен на нефть на мировом рынке осенью 2014 г. в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 г. и период 2016–2017 гг. регулятор обозначил новые сроки перехода к полномасштабному таргетированию инфляции. Показателей инфляции на уровне 4–5% планировалось достичь в 2016 г. В то же время регулятор подтвердил свое намерение перейти к плавающему валютному курсу с начала 2015 г., однако перешел к свободному курсообразованию с 10 ноября 2014 г., т.е. ранее объявленного срока. Достижение целевого уровня инфляции 4–5% позже было перенесено на 2017 г. в связи с крайне тяжелой экономической ситуацией, сложившейся в экономике России в октябре–ноябре 2014 г., и неблагоприятным прогнозом роста российской экономики на 2015 г. (по оценкам темп роста ВВП будет отрицательным и составит — 1,5–5%).

Таким образом, можно констатировать, что отказ от жесткого регулирования валютного курса был подготовлен действиями ЦБ РФ. Он явился логическим продолжением политики, направленной на переход к полномасштабному таргетированию инфляции. В то же время очевидно, что процесс перехода к инфляционному таргетированию идет крайне *сложно и противоречиво*. За период, предшествующий событиям на Украине, ЦБ РФ удалось добиться снижения инфляции с 8,8% в 2010 г. до 6,5% в 2013 г. (для расчета

показателей инфляции используется индекс потребительских цен). Однако *фактические показатели инфляции практически постоянно оказываются выше ее целевых значений*. Так, в 2013 г. целевой показатель инфляции был на уровне 6%, фактический — 6,45%. Фактический уровень инфляции в 2014 г. составил 11,4%, в то время как целевой показатель был заявлен на уровне 5%⁵. Исключение составил лишь 2011 г. (таблица).

**Индекс потребительских цен в % к декабрю предшествующего года
и целевые ориентиры инфляции Банка России**

Показатели	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.
ИПЦ	113,3	108,8	108,8	106,1	106,6	106,5	111,4
Целевые значения	106—107	107—108,5	109—110	106—107	105—106	105—106	105

Источник: [Статистика..., 2015].

Для подавления инфляции принципиальное значение имеет процесс формирования инфляционных ожиданий. В России он сильно затруднен из-за постоянно меняющейся экономической и политической конъюнктуры. Сохраняется высокая склонность экономических агентов к бегству от национальной валюты в пользу доллара и евро в период шоков с целью застраховаться от возможного дальнейшего обесценения рубля. Кроме этого в России большую роль играют *немонетарные факторы* инфляции (рост тарифов государственных монополий, финансовые санкции, наложенные правительствами западных стран в ответ на вхождение Крыма в РФ, непоследовательная налоговая политика и т.п.). Данные факторы усиливают неопределенность и напрямую не поддаются контролю денежных властей, что осложняет процесс формирования инфляционных ожиданий и сдерживания инфляции.

Среди положительных тенденций, сформировавших условия для перехода к свободному курсообразованию в рамках стратегии

⁵ Производя расчет инфляционных ориентиров, Банк России использует открытые источники информации, в частности планы Правительства РФ по индексации тарифов естественных монополий и прогноз продовольственных цен. При установлении точечных значений инфляции ЦБ РФ также определяет и интервал допустимых значений, в пределах которого инфляция может колебаться — плюс/минус 1,5 процентных пункта (п.п.). Если инфляция отклоняется от намеченного значения, но не выходит за пределы интервала, монетарная политика остается неизменной.

инфляционного таргетирования, следует назвать состояние платежного баланса и уровень ЗВР. За период с 2010 по 2014 г. платежный баланс РФ постоянно сводился с положительным сальдо (прежде всего баланс текущих операций) (рис. 1).

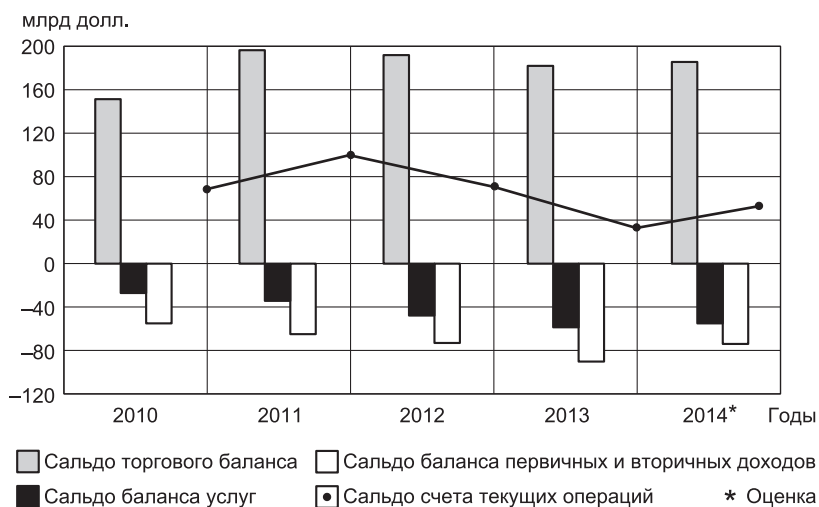


Рис. 1. Соотношение базовых параметров счета текущих операций в платежном балансе РФ (млрд долл.).

Источник: Банк России.

Официальные золотовалютные резервы находились на высоком уровне и превышали все пороговые показатели достаточности уровня официальных резервных активов (рис. 2).

Несмотря на продолжавшееся реальное укрепление рубля, корреляция динамики цен на нефть и номинального валютного курса рубля до начала событий на Украине и введения западных санкций стала не столь тесной, как это было в докризисный период (рис. 3). Подобная тенденция свидетельствовала в пользу роста роли финансового счета платежного баланса, отражающего объемы притока/оттока капитала в российской экономике, в пользу развития финансовых рынков и банковского сектора, что является необходимым условием перехода к плавающему валютному курсу. Ситуация вновь изменилась в связи с введением западных санкций в отношении российского финансового сектора, что ограничило возможности внешнего заимствования, прежде всего «длинных» денег, и тем самым ухудшило положение на финансовых рынках.

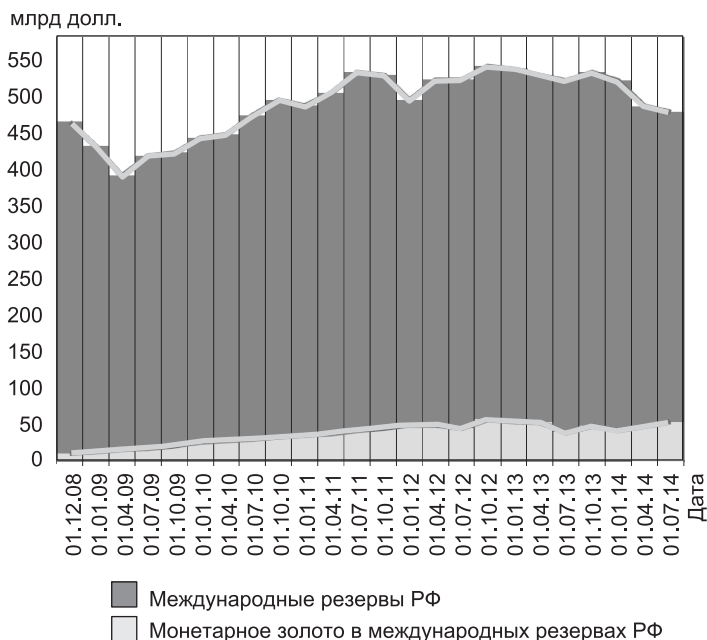


Рис. 2. Международные резервы РФ, включая монетарное золото, в 2009 г. — первом полугодии 2014 г. (млрд долл.).

Источник: Банк России.

За рассматриваемый период был запущен механизм процентных ставок, которые стали важным инструментом в политике Банка России. Так, основным инструментом процентной политики Банка России сегодня — ставка недельного РЕПО (покупка с обратным выкупом). Операции недельного РЕПО с ценными бумагами проводятся по *ключевой ставке*, устанавливаемой Советом директоров ЦБ РФ. Ликвидность банкам предоставляется по фиксированным ставкам на разные сроки по ставке РЕПО ± 1 п.п. Задача денежно-кредитной политики на современном этапе — сблизить ставку на межбанковском (денежном) рынке с ключевой ставкой. Банк России проводит операции рефинансирования банков под залог либо ценных бумаг (в основном облигаций), либо кредитов заемщикам с высокой платежеспособностью. Объемы этих операций в совокупности устанавливаются таким образом, чтобы процентные ставки оставались в заданном диапазоне. Центральный банк ежедневно следит за спросом и предложением ликвидности банков, на этой основе устанавливает лимиты аукционных операций, чтобы удерживать ставку на соответствующем уровне. Термин «ликвидность»

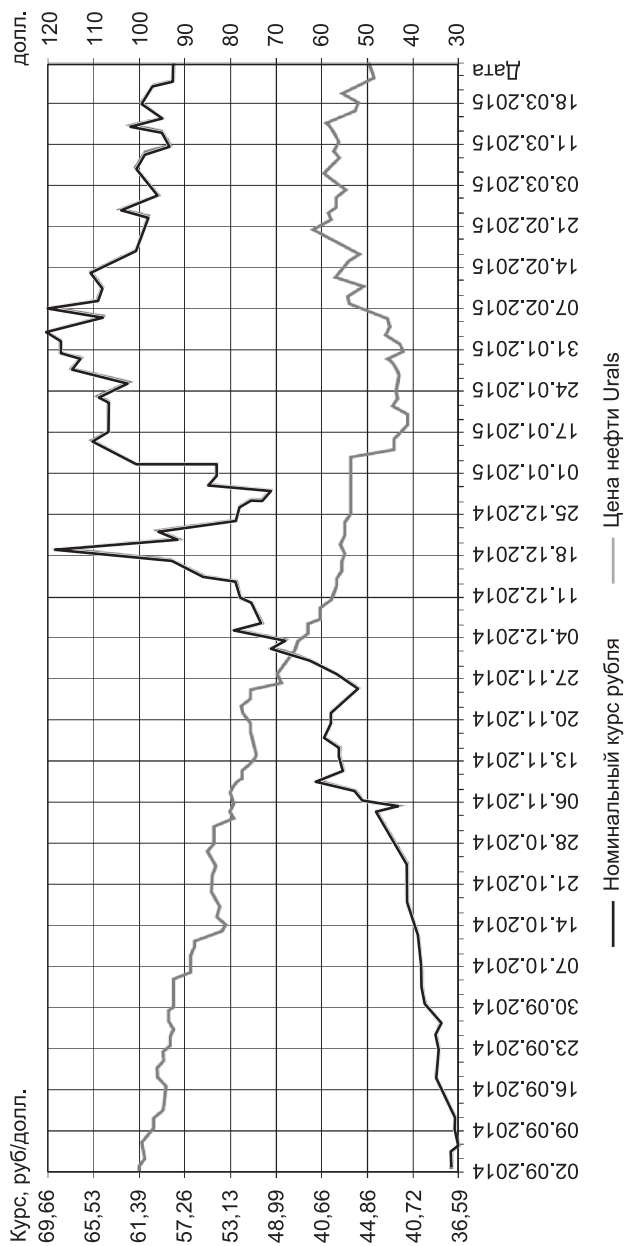


Рис. 3. Цены на нефть и номинальный обменный курс рубля к доллару США.
 Источник: Банк России, Bloomberg.

понимается в узком смысле: объем денег на корреспондентских счетах банков, используемый для проведения расчетов.

Стоит отметить, что из-за сравнительной неразвитости финансовых рынков РФ ломбардный список ЦБ (список ценных бумаг, принимаемых в залог) очень широк и включает в себя помимо государственных облигаций различные виды корпоративных облигаций, облигации ипотечных агентств и даже акции различных эмитентов [Статистика..., 2015]. Без наличия развитого и емкого финансового рынка, предоставляющего целый спектр финансовых инструментов, в том числе позволяющих хеджировать валютные риски, невозможно эффективно управлять инфляционными ожиданиями и минимизировать валютные риски в условиях плавающего валютного курса.

Хотя внутренний отток капитала оставался значительным, в 2014 г. наметились новые направления «бегства от национальной валюты». Население страны в начале года (в период обострения украинских событий) частично вывело средства с рублевых депозитов, направив их не только на покупку иностранной валюты, но и потребительских товаров, в особенности *товаров длительного пользования*. Аналогичные события происходили и в конце года. Благодаря этому в IV квартале 2014 г. на фоне обесценивающегося рубля розничный оборот в непродовольственном сегменте стал максимальным за прошедший год.

Тем не менее, несмотря на некоторые наметившиеся положительные тенденции, экономика России постоянно сталкивается с различного рода шоками, в период которых резко усиливается волатильность потоков капитала, фондовых рынков и валютного курса. Это препятствует последовательному проведению намеченной политики и не способствуют формированию инфляционных ожиданий. В периоды относительного спокойствия в мировой экономике и отсутствия внешних шоков Банк России практически не вмешивался в функционирование валютного рынка, то при возникновении внешних или внутренних шоков, сопровождаемых оттоком капитала из РФ, *объемы интервенций ЦБ* на валютном рынке значительно увеличивались (рис. 4).

Шоки, которые периодически поражают российскую экономику, имеют свои особенности.

Во-первых, это внешние шоки, которые затрагивают одновременно все *страны с формирующимися рынками*. Их можно назвать системными. Так, осенью 2013 г. при появлении первых признаков улучшения экономической ситуации в США ФРС стала сворачивать программу количественных смягчений (скупки активов), благодаря которой поддерживался высокий уровень долларовой ликвидности в мировой финансовой системе. В ожидании монетарного ужесто-

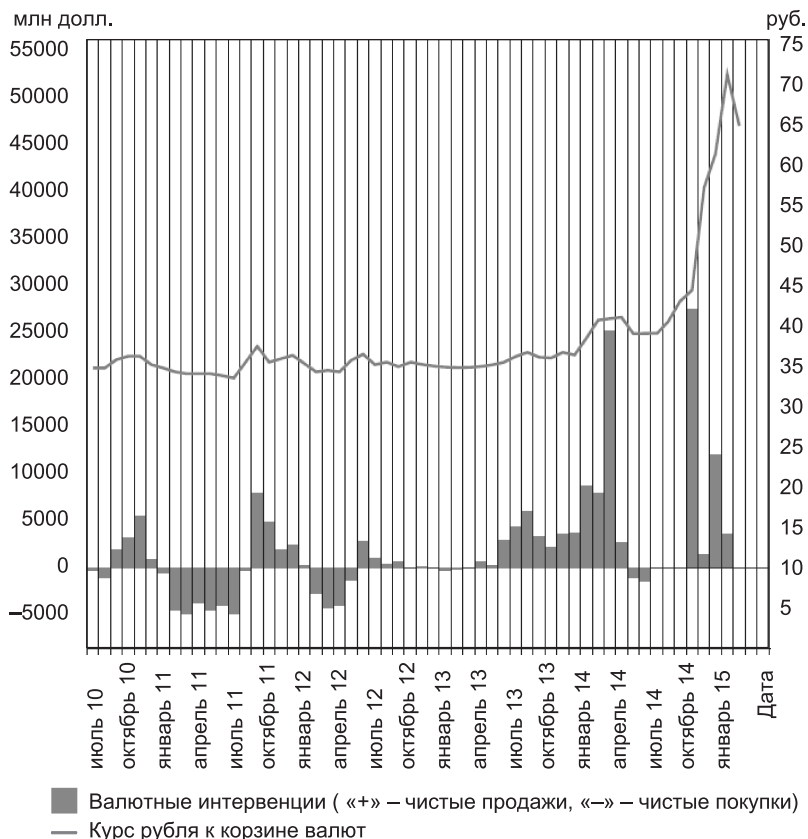


Рис. 4. Валютные интервенции Банка России и курс рубля к корзине валют в июле 2010 г. — январе 2015 г.

Источник: Банк России.

чения началось «бегство в доллар», и валюты всех развивающихся стран с ноября 2013 г. по середину февраля 2014 г. одновременно начали обесцениваться. Наблюдался массовый уход в активы, деноминированные в иностранной валюте, что вело к ослаблению рубля. Банк России препятствовал этому за счет своих интервенций, но также был вынужден постоянно расширять предоставление ликвидности для удержания ставок на стабильно низком уровне (ключевая ставка в 2013 г. составляла 5,5%, таргетируемый уровень рыночных ставок — ниже 6,5%).

Похожая картина наблюдалась и осенью 2014 г. Предполагаемые изменения в политике ФРС привели к обвалу валют подавляющего большинства развивающихся стран. В середине сентября по срав-

нению с началом месяца рубль подешевел относительно доллара на 4,1%, бразильский реал — на 4,4%, большинство валют других развивающихся стран — на 0,5–2,8% [Власть, 2014, с. 20].

Во-вторых, это шоки, поражающие *страны с так называемыми сырьевыми валютами*. Российский рубль выступает не только валютой страны с формирующимися рынками, но и одной из сырьевых валют, относящихся к рискованным, колебания курса которой зависит от изменений глобального спроса на весь спектр аналогичных валют. Если сопоставить динамику среднемесячных значений курса рубля с аналогичными показателями десяти сырьевых валют, к которым относятся валюты Австралии, Канады, Бразилии, Мексики, ЮАР, Турции, Польши, Индии, Индонезии, Южной Кореи, то коэффициент корреляции курса рубля с курсом этой корзины по отношению к доллару за последние 10 лет составляет больше 0,8. За пятилетний и трехлетний период эта корреляция еще теснее — более 0,9 [РБК, 2014, с. 24]. В корзину попали валюты крупных государств, входящих в топ-30 по объему ВВП и чувствительных к сырьевому циклу. Это означает, что изменение стоимости рубля на 80–90% зависело от колебаний глобального спроса, а не событий, которые происходили непосредственно в национальной экономике и определялись внутренними факторами. Таким образом, до тех пор пока российская экономика будет иметь исключительно сырьевую направленность, а международная система расчетов основываться на долларе, колебания курса рубля в зависимости от ситуации, складывающейся на мировом сырьевом рынке, будут неизбежными.

В-третьих, это *внешнеполитические шоки*, определяющиеся проводимой Россией независимой внешней политикой, которая не всегда соответствует ожиданиям других мировых держав. Существенным фактором риска и высоких ожиданий падения курса рубля в начале 2014 г. стало вхождение Крыма в состав РФ и политическая нестабильность на Украине. В период нарастания украинского кризиса — в первой половине 2014 г. — происходил массовый отток капитала и обесценение рубля к бивалютной корзине. Уровень равновесия, вокруг которого происходили колебания курса, в 2012–2013 гг. составлял 34,5–36 руб. за бивалютную корзину. Новый баланс при высокой волатильности на рынке в апреле — мае 2014 г. составил 41–42,5 руб.

В мае 2014 г. ситуация на валютном рынке несколько стабилизировалась, и курс рубля укрепился на фоне того, что сначала Банк России сократил валютные интервенции для поддержки курса, а потом и вовсе их прекратил (при этом ЦБ даже возобновил покупки валюты для пополнения Резервного фонда РФ). Однако

политика рефинансирования не претерпела существенных изменений. Рефинансирование банков под залог нерыночных активов стало более доступным для кредитных организаций, причем в нарастающих объемах, и общий объем такого финансирования превысил 2,0 трлн руб., что способствовало усилению инфляции.

Летом 2014 г. курс рубля оставался волатильным и в отдельные периоды даже укреплялся относительно доллара и евро. Введение западных секторальных санкций в отношении России вызвало номинальное и реальное обесценение национальной валюты. Однако ЦБ не вмешивался в процесс курсообразования вплоть до осени, последовательно расширяя границы валютного коридора.

В преддверии перехода к свободному курсообразованию Банк России постоянно расширял границы коридора бивалютной корзины, изменяя параметры курсовой политики в пользу увеличения нейтрального диапазона. 18 августа 2014 г. операционный интервал был расширен с 5 до 9 руб., а интервенции внутри него обнулены. При данных параметрах курсового механизма регулятор должен был проводить интервенции в поддержку рубля, если курс составлял 44,4 руб. к бивалютной корзине. Однако если интервенции превышали 350 млн, операционный интервал сдвигался, как и раньше, на 5 коп.

В то же время накануне перехода к свободному курсообразованию осенью 2014 г. ситуация на российском валютном рынке обострилась. Это было связано с рядом причин. Прежде всего с ожиданиями экономических агентов относительно действий регулятора на валютном рынке, в частности с его отказом от поддержки курса рубля в самое ближайшее время, что активизировало действия спекулянтов. Кроме этого повысился спрос на валюту в ожидании новых санкций из-за выборов на юго-востоке Украины, а также из-за снижения цен на нефть на мировом рынке до 50 долл. за баррель.

1 октября 2014 г. в результате постоянного обесценения рубля в сентябре ЦБ РФ впервые с мая 2014 г. провел валютные интервенции объемом 581,5 млн долл. для поддержки курса рубля и сдвинул границы коридора в диапазон 35,6 и 44,6 руб. к бивалютной корзине. В октябре 2014 г. ЦБ РФ потратил на валютные интервенции в поддержку курса рубля 29 млрд долл.

В результате снижение номинального курса российского рубля в период с весны по осень 2014 г. составило около 40%. Падение рубля было выгодно правительству РФ, так как с точки зрения наполнения бюджета давало дополнительные доходы от экспорта нефти и газа. Постепенное ослабление курса рубля позволяло ЦБ «нащупывать» его реальный равновесный курс, чтобы не создавать панических распродаж в момент перехода к плавающему валютному

курсу. Слабый рубль также был призван помочь избежать сильной рецессии, так как давал относительные преимущества внутренним производителям перед импортом.

Таким образом, сложившийся устойчивый тренд номинального и реального ослабления рубля и уменьшение волатильности курсовой динамики, вызванные изменением фундаментальных макроэкономических условий, подтолкнули монетарные власти к тому, чтобы ускорить переход к плавающему рублю. Все действия нового руководства ЦБ РФ были нацелены на активное сокращение его операций на валютном рынке. Постоянное расширение границы бивалютного коридора, заявление ЦБ о его ликвидации к началу 2015 г., уменьшение объема целевых валютных интервенций ЦБ свидетельствовали о твердом намерении регулятора перейти к плавающему валютному курсу, а именно — к гибкому управляемому плаванию. «До 2015 г. будет отменен валютный коридор в его текущем виде, а интервенции станут проводиться реже. Но это не означает, что они совсем прекратятся. На резкие колебания курса, которые могут подорвать финансовую стабильность, нужно реагировать интервенциями. Именно так поступил Банк России в марте этого года, когда возникла угроза спиралевидного движения курса. И так он будет поступать и впредь после перехода к инфляционному таргетированию» [Юдаева, 2014, с. 9].

3. Последствия перехода к свободному курсообразованию

Обесценение рубля осенью 2014 г. подготовило условия для ускоренного перехода к плавающему валютному курсу. Однако в целом можно констатировать, что в 2014 г. политика денежных властей РФ по переходу к плавающему обменному курсу натолкнулась на серьезные препятствия и ограничения. Переход к свободному курсообразованию до предела обострил ситуацию на валютном рынке в декабре, что объяснялось комплексом негативных факторов.

Из-за санкций, затронувших финансовый сектор, был перекрыт доступ российским компаниям и банкам к «длинным» западным деньгам. Они столкнулись с невозможностью брать кредиты на срок более 90 (позже — более 30) дней, размещать новые выпуски валютных облигаций, привлекать иностранный акционерный капитал. В результате банки стали воздерживаться от продажи форвардов. В условиях неопределенности фондовый рынок сжался с нескольких сотен миллионов долларов до десятков миллионов долларов в день. Весь неудовлетворенный спрос выплеснулся на рынок спот [РБК, 2015, с. 48]. Таким образом предложение валюты

уменьшилось до минимумов, и давление на российский рубль постоянно повышалось.

Помимо западных санкций, падения мировых цен на нефть на декабрь пришлось пик ежегодных выплат по внешнему долгу российскими компаниями и банками, что увеличивало спрос на валюту. Активизировалась деятельность валютных спекулянтов, ожидавших дальнейшего обесценения рубля. Невмешательство ЦБ РФ в деятельность валютного рынка одними игроками расценивалось как нежелание тратить уменьшающиеся ЗВР, другими — как растерянность и неготовность регулятора своевременно принять адекватные меры по стабилизации ситуации.

Сильнейший удар по валютному рынку нанесло известие 11 декабря 2014 г. о размещении облигаций «Роснефти» на сумму 625 млрд руб. Резкий взлет спроса на валюту объяснялся ожиданиями того, что эта ликвидность хлынет на валютный рынок. Компания остро нуждалась в валюте для выплаты части долга, 90% которого на тот момент было номинировано в иностранной валюте. 16 декабря 2014 г. были преодолены психологические отметки: биржевой курс рубля обесценился до уровней 100 руб. за евро и 80 руб. за доллар (рис. 5).

В этот период банковская система столкнулась с нехваткой ликвидности, поскольку клиенты банков (физические и юридические лица) активно проводили операции по трансформации своих средств на счетах в банках в иностранные валюты. В 2014 г. население России купило 30 млрд долл., из которых 18 млрд долл. — в IV квартале [РБК, 2015, с. 52].

Усилилось «бегство капитала». В I квартале чистый отток капитала из РФ оценивался экспертами в сумму от 65 млрд долл. до 85 млрд долл., что примерно соответствовало годовому показателю оттока капитала в 2013 г. Фактически по итогам 2014 г. отток капитала из России оценивался в 150 млрд долл. С сентября 2014 г. по март 2015 г. объем ЗВР Банка России снизился на 112,5 млрд долл. (рис. 6).

Вывоз капитала из РФ привел к дальнейшему «обескровливанию» финансовых рынков России. Тенденция к снижению капитализации корпоративного сектора, падению курсов акций и росту стоимости привлечения займов как на внутреннем рынке, так и за рубежом нарастала в течение всего 2014 г. Ситуацию ухудшило и понижение долгосрочного кредитного рейтинга России по обязательствам в иностранной валюте международным агентством Standard&Poor's с BBB до BBB– (прогноз был изменен со стабильного на негативный), введение секторальных западных санкций, прежде всего в отношении финансового сектора. В январе 2015 г. Stan-

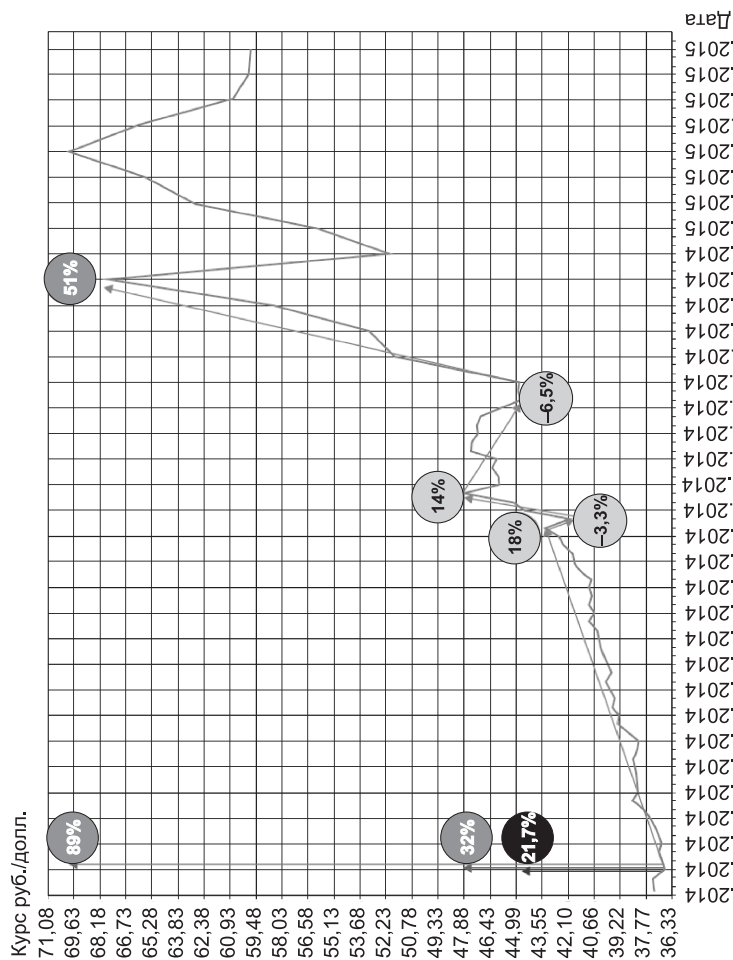


Рис. 5. Динамика курса рубля к доллару США (01.09.2014 — 20.03.2015).

Источник: Банк России.

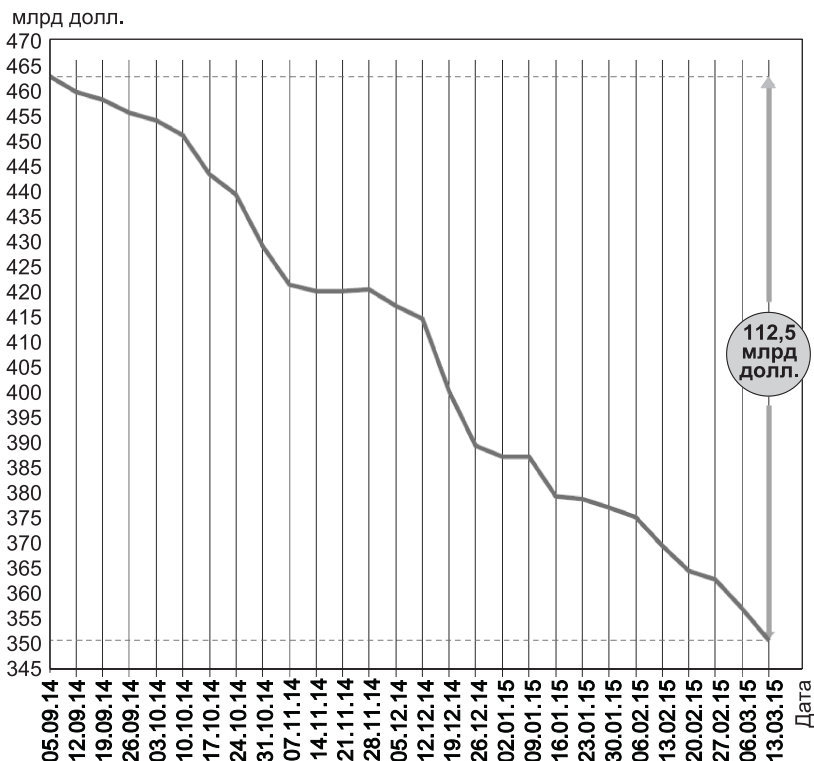


Рис. 6. Международные резервы РФ, в том числе монетарное золото, в сентябре 2014 г. — марте 2015 г. (млрд долл.).

Источник: Банк России.

Standard & Poor's продолжило планомерное снижение суверенного кредитного рейтинга и установило его на уровне BB+, т.е. на так называемом мусорном уровне, причем с негативным прогнозом.

Снижение кредитного рейтинга влечет за собой негативные последствия. Примерно четвертью госдолга РФ, номинированного в национальной валюте, владеют иностранные институциональные инвестиционные фонды. Внутренние уставные документы и национальное законодательство прямо запрещают таким фондам инвестировать средства в ценные бумаги с неинвестиционным рейтингом, к которым относится теперь и суверенный долг РФ. Следовательно, они будут вынуждены начать их распродажу, что приведет к падению их котировок. Данное событие сильно удорожает возможные будущие заимствования, которые могли бы использоваться для покрытия дефицита государственного бюджета.

В подобную ситуацию могут попасть и долговые ценные бумаги российских компаний.

Возможно также срабатывание так называемых ковенантов, т.е. условий, при которых заемщики должны досрочно погасить свой кредит при наступлении чрезвычайных обстоятельств. Снижение суверенного национального рейтинга, за которым последует и снижение инвестиционных рейтингов российских компаний, с высокой вероятностью подпадает под подобные критерии. Таким образом это поставит многие компании в затруднительное положение и создаст nervoznost на валютном рынке. Введенные в июле и сентябре 2014 г. западные санкции, затронувшие финансовый и нефтегазовый секторы, ограничивая долгосрочное заимствование, усиливают дефицит внешнего финансирования.

Переход к свободному курсообразованию в России происходил на фоне замедления роста российской экономики (темпы роста ВВП в 2014 г. составили 0,5%), которое не было преодолено за счет привлечения инвесторов. В результате бюджетная система не получила дополнительный приток налоговых поступлений.

В настоящий момент инфляционная инерция и негативные ожидания населения (страх перед высокой инфляцией и возможным дальнейшим обесценением рубля) во многом связаны с неопределенностью и действием немонетарных факторов, носящих как временный характер (санкции), так и являющихся результатом несогласованности политики правительства (необходимость повышения налогов) и ЦБ (снижение инфляции). Так, обсуждение возможности введения новых налогов (в частности, налога с продаж) в целях увеличения доходов в государственную казну усилило инфляционные ожидания населения и еще больше отпугнуло иностранных инвесторов. Таким образом, нередко складывается ситуация, в которой ЦБ и правительство пытаются бороться с последствиями произошедших в их сферах потрясений, не особо оглядываясь друг на друга.

Следует отметить, что российская экономика столкнулась с рядом сложностей не только в силу подверженности различного рода шокам, но и в результате однобокой сырьевой структуры экономики: 82% российского экспорта составляют сырьевые товары. К этому нужно добавить недостатки рыночной инфраструктуры (институциональные системные риски), неразвитость финансового рынка и слабость финансовой системы, плохой инвестиционный климат, а также структурные проблемы на рынке труда. Внешне-экономические и макроэкономические риски при проведении денежно-кредитной политики в РФ оказались тесно переплетены.

Банк России продолжал, хотя не всегда достаточно оперативно, реагировать на проблемы, возникающие на валютном рынке, не сворачивая с основного пути. В условиях рекордного падения курса рубля, начавшегося осенью 2014 г., Банк России объявил о запуске сроком на один день (16 сентября) операций «валютный своп» по продаже долларов за рубли с последующей покупкой, ограничив объем суммой в 1 млрд долл. для расчетов «сегодня/завтра» и в 2 млрд долл. для расчетов «завтра/послезавтра». Ставки по рублевой части сделки были установлены ниже ключевой и составляли 7% годовых, по долларовой части — 1,5% годовых.

С целью пресечь деятельность спекулянтов на валютном рынке ЦБ РФ установил контроль за расходованием рублевых средств, предоставляемых коммерческим банкам для кредитования реального сектора экономики, чтобы воспрепятствовать их попаданию на валютный рынок.

В течение 2014 г. Банк России пять раз повышал ключевую ставку для ограничения валютных спекуляций и сдерживания инфляции. В середине декабря 2014 г. ЦБ РФ предпринял экстренные меры по нормализации ситуации на валютном рынке, повысив ключевую ставку до беспрецедентных 17%, а затем провел валютные интервенции. Повышение ключевой процентной ставки сделало кредитные ресурсы недоступными для большинства коммерческих предприятий даже на внутреннем рынке, что еще больше снизило стимулы для возобновления экономического роста. В январе 2015 г. Банк России снизил ключевую ставку до 15%.

Стабилизации на валютном рынке удалось достичь лишь в конце февраля — начале марта 2015 г., когда обменный курс рубля относительно доллара и евро вышел на уровень начала декабря 2014 г. 13 марта 2015 г. ключевая ставка вновь была снижена до уровня 14% годовых. Банк России, несмотря на драматичность ситуации на валютном рынке, не ввел ограничения на трансграничные потоки капитала, сохранив курс на финансовую либерализацию, что послужило положительным сигналом для игроков валютного рынка (рис. 6).

Однако достигнуть значения уровня инфляции в 4,5% не удастся ни в 2015 г., ни в 2016 г. Введение ответных продуктовых санкций против стран ЕС и США в 2014 г. вызвало значительный рост цен.

13 марта 2015 г. Банк России опубликовал доклад о денежно-кредитной политике, который содержит в себе предварительный прогноз развития экономики РФ на период до 2017 г. Отчет основан на статистических данных, собранных до января 2015 г. Предполагается, что пик кризиса придется на первый квартал 2016 г.,

который впоследствии сменится бурным восстановительным ростом ВВП с темпом 5,5–6,3% в 2017 г.

К сожалению, в докладе нет экономических прогнозов на более отдаленную перспективу. Однако в целом согласно ему можно предположить, что ЦБ РФ рассматривает ожидаемый в 2017 г. рост экономики как «восстановительный». Он произойдет за счет дозатрутки простаивающих производственных мощностей и не сможет изменить сложившийся долгосрочный макроэкономический тренд. Действительно, замедление экономического роста, начавшееся еще в конце 2013 г., стало результатом огромного числа структурных проблем, которые накапливались в российской экономике на протяжении последних нескольких лет. Оно было усилено, как уже неоднократно отмечалось ранее, целым рядом негативных внешних шоков, которые превратили стагнацию в падение. Даже если западные санкции будут сняты и цены на нефть поднимутся в область комфортных 80 долл. за баррель, российская экономика не сможет продемонстрировать предкризисный рост в 6–7% без необходимых структурных преобразований.

Аналитики Банка России считают, что потенциал импортозамещения даже на фоне значительной девальвации рубля носит довольно ограниченный характер. С одной стороны, потребители стали больше ориентироваться на отечественную продукцию, с другой — падение внутреннего платежеспособного спроса из-за роста цен нивелировало данные краткосрочные преимущества.

В металлургическом производстве сальдированная прибыль возросла на 65%. Достаточно большой «запас прочности» к ослаблению рубля имеют транспорт, связь, торговля. Однако влияние снижения спроса оказалось более существенным. В результате сальдированный финансовый результат по этим видам деятельности сократился по сравнению с предыдущим годом. По большинству прочих видов деятельности ослабление рубля ухудшило финансовые результаты предприятий, что особенно заметно в производстве транспортных средств и оборудования [Доклад..., 2015, с. 34].

Банк России отмечает, что «сдерживать рост экономики также будут необходимость погашения внешнего долга и ужесточение внутренних ценовых и неценовых условий кредитования». Рост объемов кредитования в 2015–2016 гг. прогнозируется на уровне 2–9%, что явно недостаточно для реанимирования стагнирующей российской экономики.

В целом указанный доклад можно рассматривать как сигнал ЦБ участникам рынка о том, что в ближайшем будущем возможно смягчение проводимой денежно-кредитной политики с использованием не только инструмента ключевой ставки.

Таким образом, Банк России осуществил переход к свободному курсообразованию в сложной макроэкономической и внешнеполитической обстановке, тем самым подготовив необходимые условия для реализации в скором времени политики таргетирования инфляции. Успех этой политики напрямую будет зависеть от скоординированных и последовательных действий ЦБ РФ и Правительства РФ.

Список литературы

Власть. 2014. № 38. Сентябрь.

Доклад о денежно-кредитной политике. 2015. № 1. Март // Центральный банк Российской Федерации: сайт. 2000–2015. URL: www.cbr.ru/publ/ (дата обращения: 20.05.2015).

РБК. 2014. Август.

РБК. 2015. Март.

Статистика Центрального банка России // Центральный банк Российской Федерации: сайт. 2000–2015. URL: www.cbr.ru/statistics (дата обращения: 20.05.2015).

Экономика России: состояние, тенденции, перспективы / Под ред. А.А. Пороховского, С. Роболиса, К.А. Хубиева, В. Такудиса. М., 2009.

Юдаева К.В. О курсовой политике // Вопросы экономики. 2010. № 1.

Юдаева К.В. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. № 9.

Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014 // IMF Website. 2014. URL: www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf (last accessed data: 20.05.2015).

The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

Vlast', 2014, N 38, Sentjabr'.

Doklad o denezhno-kreditnoj politike, 2015, N 1, Mart, *Central'nyj bank Rossijskoj Federacii: sajt*, 2000–2015, URL: www.cbr.ru/publ/ (data obrashhenija: 20.05.2015).

RBK, 2014, Avgust.

RBK, 2015, Mart.

Statistika Central'nogo Banka Rossii, *Central'nyj bank Rossijskoj Federacii: sajt*, 2000–2015, URL: www.cbr.ru/statistics (data obrshhenija: 20.05.2015).

Jekonomika Rossii: sostojanie, tendencii, perspektivy, Pod red. A.A. Porohovskogo, S. Robolisa, K.A. Hubieva, V. Takudisa, M, 2009.

Judaeva K.V. O kursovoj politike, *Voprosy jekonomiki*, 2010, N 1.

Judaeva K.V. O vozmozhnostjah, celjah i mehanizmah denezhno-kreditnoj politiki v tekushhej situacii, *Voprosy jekonomiki*, 2014, N 9.

А.В. Табах¹,

НИУ ВШЭ (Москва, Россия),

А.В. Подругина²,

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия)

НАДНАЦИОНАЛЬНОЕ МЕГАРЕГУЛИРОВАНИЕ: ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕАЭС

В статье представлен анализ предпосылок образования наднационального финансового регулятора на базе ЕАЭС, дан краткий обзор теоретических работ, посвященных интеграции финансовых регуляторов, подробно проанализирован опыт ЕС по интеграции национальных финансовых регуляторов как потенциально полезный для ЕАЭС, рассмотрен исторический контекст создания ЕАЭС, а также экономические предпосылки создания единого финансового регулятора, сформулированы рекомендации для перехода к единому регулятору с учетом специфики стран — членов ЕАЭС.

Ключевые слова: финансовое регулирование, мегарегулятор, банковский сектор, взаимные инвестиции.

A.V. Tabakh,

National Research University Higher School of Economics (Moscow, Russia),

A.V. Podrugina,

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia)

TRANSNATIONAL MEGA-REGULATION FOR EURASIAN ECONOMIC UNION FOREIGN EXPERIENCE AND PROSPECTS

The paper analyses prerequisites for development of the transnational financial regulator for Eurasian Economic Union (EAEU). It reviews theoretical researches on integration of financial regulators. The EU's integrated financial regulative practices are introduced as a possible exemplary pattern. EAEU formation is treated within its historical context, and with its allowances for robust integrated financial regulation. Policy recommendations for transnational financial regulations are proposed in the light of the member countries specifics.

Key words: financial supervision, mega-regulator, banking sector, securities regulation.

¹ Табах Антон Валерьевич, доцент; тел.: +7 (903) 720-60-16; e-mail: atabah@hse.ru

² Подругина Анастасия Викторовна, магистрант экономического ф-та; тел.: +7 (916) 361-46-27; e-mail: podrushkina@gmail.com

В последнее десятилетие и финансовые институты, и регуляторы большинства развитых и развивающихся рынков столкнулись с проблемой унификации регулирования и стандартизации требований и подходов к финансовому надзору. Несоответствие регуляторного режима складывающимся вызовам, оппортунистическое поведение со стороны крупнейших финансовых институтов, «институциональное предпринимательство» (активная лоббистская и законотворческая деятельность по формированию регулятивной среды, комфортной для бизнеса) и надзорный арбитраж (с попытками взять под контроль регуляторов и/или изменить их требования в государствах или юрисдикциях с относительно слабыми институтами) проявились особенно ярко во время финансового кризиса 2007–2009 гг.

В последние годы тенденция к размыванию границ как между различными финансовыми секторами, так и между финансовыми рынками некоторых тесно взаимодействующих стран нарастает. Помимо общепризнанных положительных эффектов процессы глобализации и интеграции рынков могут привести (и приводили) к нарушению конкурентных принципов, а также к возникновению дополнительных рисков для стабильности финансовой системы.

Отставание регулирования от актуального уровня интеграции финансовых рынков ярко проявилось в ситуации с депозитами граждан стран ЕС в банках Исландии, где отмечается крайне либеральный режим регулирования (банки имели право доступа на европейские рынки в рамках свободного движения капиталов).

Исландские депозиты

В 2001 г. в ходе либерализации финансовой сферы Исландия практически полностью перешла на «мягкое» регулирование банков с минимальным вмешательством центрального банка в их деятельность. К 2003 г. все банки были приватизированы, для зарубежных инвесторов и вкладчиков введены налоговые преференции. Исландские банки (в основном три крупнейших — Landsbanki, Kaupthing и Glitnir и аффилированные с ними холдинги) начали предлагать привлекательные условия для зарубежных клиентов. Это привело к значительному притоку капитала, в том числе от физических лиц, в основном из Нидерландов, Великобритании и в меньшей степени Германии. Вклады привлекались в евро и фунтах по ставкам на 3–4 п.п. выше, чем у местных банков, входящих в национальные системы страхования вкладов; на слабость исландского надзора вкладчики внимания не обращали.

В 2003 г. активы банковского сектора составляли 200% ВВП, но уже к 2007 г. эта цифра увеличилась до 900%, что положительно сказалось на благосостоянии граждан страны [Iceland:..., 2008].

Крах банковской системы и экономики Исландии произошел в 2008 г. на фоне мирового финансового кризиса. Три крупнейших банка страны оказались неспособны выполнить долговые обязательства перед кредиторами. По долговым обязательствам банков в размере 85 млрд евро был объявлен дефолт — крупнейший в истории по соотношению проблемных активов к размеру национальной экономики. Кредитные рейтинги Исландии были снижены до «мусорного» уровня. В целях финансовой стабилизации правительство национализировало все банки.

В рамках реструктуризации обязательств исландских банков выплаты вкладчикам из других стран ЕС были заморожены; также было объявлено, что нерезиденты не получают компенсационные выплаты из местной системы страхования вкладов, что вызвало протесты вкладчиков и их обращения к правительствам своих государств. Вопрос о выплатах перешел на межгосударственный уровень.

В течение 2009 г. исландское правительство вело переговоры о предоставлении зарубежных кредитов в целях компенсации ущерба, причиненного клиентам из Великобритании и Нидерландов. Однако такой поворот событий вызвал в Исландии массовые протесты, что привело к смене правительства и отказу от выплат. Проблема компенсации потерь зарубежным вкладчикам до сих пор не решена — на всенародных референдумах 2010 и 2011 гг. население проголосовало против решения о выплатах. Конфликтующие решения регуляторов, систем страхования вкладов и судебных органов трех государств (Великобритании, Исландии и Нидерландов), а также Евросоюза пока не привели к урегулированию проблемы.

Данная ситуация является следствием сочетания слабого регулирования и неадекватных механизмов защиты потребителей, открытого доступа институтов из слабо регулируемой юрисдикции к клиентам из юрисдикций с качественным регулированием. Предотвращение подобных ситуаций — одна из важнейших задач межнационального регулятора.

Теоретические разработки в области транснационального финансового регулирования

В последние годы активно начала развиваться научная, а затем и политическая дискуссия об интегрировании регулятивных процессов — начиная от кооперации секторальных и национальных регуляторов и заканчивая созданием мегарегуляторов и наднациональных регуляторов. Среди других факторов повышения интереса

к обсуждению этой темы кроме интернационализации финансового посредничества К. Гудхарт [Goodhart, 1998] называет финансовые инновации, которые заставили эволюционировать структуру финансового сектора, а также усложнение финансовых услуг, создание новых финансовых продуктов с неочевидными уровнями риска (из наиболее значимых — CDS (дефолтные свопы), ставшие ключевыми инструментами спекуляций на изменениях кредитного качества заемщиков) и новых форматов финансовых институтов.

В докладе для CEPS (Центра европейских политических исследований) К. Ланноо [Lannoo, 2003] сравнивает преимущества интегрированного финансового регулятора (мегарегулятора) и специальных регуляторов (надзирающих за отдельными сегментами финансового сектора) внутри одной страны. Аналогичными преимуществами обладают наднациональный и национальные регуляторы соответственно. Среди плюсов единого регулирования он называет гармонизацию законодательства, большую гибкость и способность адаптироваться к сложной и эволюционирующей финансовой системе, уменьшение издержек регулирования, большую прозрачность и др. Среди плюсов сегментоориентированных регуляторов — четко определенные обязанности, большая маневренность в контроле над рынками и предотвращении «пузырей», близость к бизнесу, лучшая информированность об особенностях конкретного сегмента и др.

За интеграцию национальных регуляторов в рамках европейского экономического пространства в научной дискуссии высказывались А. Прати и Г. Шинази [Prati, Schinasi, 1999], утверждающие, что национальные регуляторы не в состоянии оценить стабильность и системные риски панъевропейских банков. К. Фаверо и др. [Favero et al., 2000] в своей работе говорили о возможности возникновения «эффекта домино». Растущее количество межбанковских транзакций порождает сетевой эффект, который может вызвать цепь неплатежей между финансовыми институтами в рамках еврозоны и связанных с ней стран Европы и других крупнейших экономик мира даже после единичного шокового события. Х. Вивес [Vives, 2001] аргументировал необходимость создания наднационального регулятора потенциальным конфликтом интересов между национальными регуляторами в случае транснационального кризиса.

В отчете Deutsche Bank сформулированы 5 главных принципов эффективного регулирования в финансовой сфере [Regulation and Banking..., 2000]:

— близость к рынку и финансовым институтам — регулятор должен иметь возможность оперативно реагировать на изменения на рынке, однако не должен действовать, предвосхищая измене-

ния и тем самым создавая преимущества для конкретных институтов и продуктов;

- интегрированные (и географически, и функционально) рынки требуют интегрированного же регулирования для осуществления согласованного мониторинга, обмена информацией и единой стратегии в период кризиса;

- чтобы не допустить нарушения конкуренции на рынке, необходимо соблюдать принцип «единый бизнес, единые риски, единые правила» (“same business, same risks, same regulations”);

- институты саморегулирования должны присутствовать на рынках в тех случаях, когда государственное и межгосударственное регулирование более затратно и менее эффективно;

- подотчетность и прозрачность регулятора — независимость регулятора, которая не должна вызывать сомнений. В случае ослабления доверия к справедливости действий регулятора возможны негативные политические и финансовые последствия.

Европейская и мировая практика унификации режимов регулирования

Еще после глобального финансового кризиса 1997–1999 гг. было усилено сотрудничество регуляторов крупнейших финансовых рынков и актуализирована выработка единых стандартов. Однако в силу разнообразия интересов и практик введение единых стандартов растянулось на десятилетия (например, Базельских стандартов управления рисками банков). В 2007–2009 гг. в США (на крупнейшем финансовом рынке, функционирующем в условиях множественности юрисдикций) полиархия регуляторов, а также несоответствие их ресурсов и полномочий сложившемуся уровню глобализации финансовых рынков и взаимопроникновению их сегментов усугубили масштабы ущерба и потраченных на стабилизацию государственных ресурсов. В результате был принят Закон Додда–Франка о реформе финансового надзора. Но его реализация столкнулась с серьезными трудностями, в том числе из-за сегментации регулирования. При этом продолжающаяся глобализация рынков финансовых услуг требует более глубокой унификации транснационального регулирования, и деятельность в этом направлении существенно активизировалась в последние годы.

Планы по гармонизации финансового регулирования в рамках ЕАЭС, предусмотренные ст. 70 договора о его создании (Договор о Евразийском экономическом союзе, 2014), требуют использования лучшего мирового опыта и разработок финансовой структуры, адекватных состоянию финансовых систем стран-участниц.

Существуют примеры успешной межстрановой интеграции, которые могут быть полезны для ЕАЭС. В разработанной для ЕАЭС стратегии [Разработка Стратегии..., 2014] особое внимание уделяется интеграционным объединениям, которые можно охарактеризовать наличием опыта гармонизации, в том числе финансового сектора разных стран: Европейского союза (ЕС), Ассоциации государств Юго-Восточной Азии (АСЕАН), Североамериканского соглашения о свободной торговле (НАФТА), Южноамериканского общего рынка (МЕРКОСУР), Тихоокеанского альянса. Среди этих объединений Евросоюз отличается наиболее высокой степенью гармонизации финансового рынка и движения капиталов, поэтому именно его опыт (как позитивный, так и негативный) будет наиболее ценен при работе над гармонизацией рынка ЕАЭС.

Не только система регулирования, но и сами финансовые рынки и институты были существенно унифицированы на межгосударственном уровне ЕС и сопряженной с ним европейской зоны свободной торговли (ЕЗСТ), включающей европейские страны, присоединившиеся к большинству стандартов ЕС, но формально не вступившие в него. В рамках ЕС происходит интеграция деятельности регуляторов стран, имеющих общую валюту и сохраняющих свой финансовый суверенитет, а также стран с разным уровнем развития и качества финансового сектора.

Европейская система финансового надзора представляет собой набор институтов, созданных в ответ на глобальный финансовый кризис 2007—2009 гг. и его европейское продолжение, острая фаза которого пришлась на 2011—2012 гг. События последних пяти лет (включая необходимость массированного внесения дополнительного капитала в крупнейшие банки стран Южной Европы, создание масштабных программ поддержки банковского сектора всей еврозоны, а также дефолт двух крупнейших банков Кипра с частичным отказом от обязательств перед вкладчиками и принудительной реструктуризацией банковской системы страны) продемонстрировали как субъективные просчеты регуляторов, так и объективные изъяны (институциональные провалы) докризисной системы финансового регулирования и надзора. Эти события привели к тому, что были внесены изменения в действующий порядок финансового надзора для достижения стабильности и защиты стран еврозоны от системных недостатков.

До кризиса, даже при передаче монетарной политики стран — членов еврозоны на уровень Европейского центрального банка (ЕЦБ), национальные центральные банки либо мегарегуляторы сохранили полномочия по надзору за финансовыми институтами своих стран и их лицензированию. Следует отметить, что интегра-

ционные процессы проходят преимущественно в еврозоне; финансовые регуляторы Великобритании и Швейцарии (входит в ЕЗСТ стран с наибольшей долей финансового сектора в ВВП) пока остаются в стороне от большинства принимаемых мер, предпочитая сохранять самостоятельность.

Еще после первой волны кризиса ЕЦБ обнаружил определенные проблемы, которые способствовали появлению и расширению кризисных явлений.

— Был выявлен недостаток макропруденциального надзора как в отдельных странах ЕС, так и на уровне Евросоюза, при этом большое внимание уделялось отдельным финансовым институтам и отдельным сегментам финансового сектора, поскольку единые регуляторы функционировали не во всех странах еврозоны. ЕЦБ и Еврокомиссия рекомендовали расширение макропруденциального надзора на все сегменты финансовой индустрии, а не только на банковский сектор.

— Даже в том случае, когда макропруденциальный риск выявлен, необходимы определенные механизмы, с помощью которых оценка риска трансформировалась бы в конкретные действия. При этом глобализация и интеграция финансовых рынков требуют переноса механизмов контроля над рисками с уровня отдельных государств на уровень всего Евросоюза (или как минимум еврозоны).

— Проблема неодинаковой эффективности и компетентности финансовых регуляторов различных стран также была замечена вследствие случившегося кризиса. Эксперты [The High-Level Group..., 2009], собранные для выработки мер по этому вопросу, признали, что полностью избежать отдельных ошибочных оценок ситуации и провалов надзора невозможно, однако опыт национальных регуляторов по решению кризисных вопросов должен быть распространен в общих для всех регуляторов практиках.

— В период кризиса обострились проблемы международного финансового регулирования. Для того чтобы в дальнейшем избежать проблем подобного характера, было предложено разработать механизм, позволяющий оспаривать неадекватные решения регулятора отдельной страны в части, касающейся межгосударственного регулирования.

— Была озвучена проблема, коррелирующая с пунктом 3 — недостаток кооперации между регуляторами. С начала кризиса национальные регуляторы не были готовы к честному обсуждению слабых мест финансовых институтов и финансовых рынков своих национальных экономик. К такому поведению могло подтолкнуть законодательство по защите коммерческой тайны.

— Некоторые проблемы регулирования были порождены недостатком кадровых ресурсов и полномочий у еврокомиссаров и межгосударственных комитетов ЕС, занимающихся финансовым регулированием, — Комитета европейского банковского надзора, Комитета надзора за европейским страхованием и производственными пенсиями, Комитета европейских правил безопасности. Этот факт негативно повлиял на скорость реакции общеевропейских регуляторов.

Справочно:

Комитет европейского банковского надзора (Committee of European Banking Supervisors, CEBS) — независимый, консультирующий по вопросам банковского регулирования в ЕС орган, существовавший с 2004 по 2011 г. В его обязанности входило консультирование Европейской комиссии по вопросам банковского надзора, содействие введению директив ЕС и приведению в соответствие финансовых практик во всех государствах — членах ЕС, улучшение кооперации между надзорными органами, в том числе обмен информацией.

Комитет надзора за европейским страхованием и профессиональными пенсиями (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, CEIOPS) был создан в 2003 г. в целях консультирования Еврокомиссии в области страхования, перестрахования, производственных пенсий, содействия введению директив ЕС и приведению в соответствие финансовых практик во всех государствах — членах ЕС, улучшения кооперации между надзорными органами, в том числе обмена информацией, а также приведения в соответствие надзорных практик, касающихся страховых компаний и фондов профессиональных пенсий.

Комитет европейских правил для рынка ценных бумаг (Committee of European Securities Regulators, CESR) был основан в 2001 г. Еврокомиссией. Функции этого комитета заключались в координировании правил сделок с ценными бумагами, консультировании Еврокомиссии, содействии введению законодательства в государствах — членах ЕС.

— Общеевропейские комитеты, и даже Еврокомиссия, не обладали достаточными законодательными полномочиями. Практически все решения по общеевропейским финансовым вопросам требовали согласия правительств отдельных государств — членов ЕС, которые часто не могли достичь консенсуса по принимаемым мерам.

В связи с выявленными проблемами в 2011–2012 гг. Европейская комиссия при согласии национальных правительств предприняла ряд действий в направлении улучшения общеевропейского финансового регулирования. В соответствии с новой системой ев-

ропейского финансового регулирования была пересмотрена и радикально усилена роль ЕЦБ в вопросах макро- и микропруденциального регулирования.

ЕЦБ был основан в 1998 г. как независимая организация, проводящая монетарную политику в еврозоне и осуществляющая необходимые для этого действия. Он имеет собственное юридическое лицо с правами принятия решений, отдельный бюджет. ЕЦБ получил главную роль в новой европейской системе регулирования — в его ведение попали вопросы как макропруденциального, так и микропруденциального регулирования.

В сфере макропруденциального надзора функциями банка стал анализ стабильности финансовой системы, развитие системы ранних предупреждений о рисках и уязвимых местах, стрессовое тестирование финансового сектора в целом и отдельных финансовых институтов для проверки их устойчивости к внешним шокам и др.

В области пруденциального регулирования активно обсуждались возможность контроля ЕЦБ над всеми банками стран — членов ЕС и альтернативный вариант контроля только над системно значимыми банками, которые находились в еврозоне. Кроме того, рассматривался проект наделить ЕЦБ полномочиями, позволяющими ему быть связующим звеном между национальными регуляторами. Однако Еврокомиссия не одобрила эти варианты, заключив, что в ведении ЕЦБ должен оставаться только макропруденциальный надзор. Немедленное наделение ЕЦБ функциями, регулирующими микроэкономические вопросы, привело бы к конфликтам интересов, политическому давлению на банк со стороны правительств крупнейших стран еврозоны, а также Еврокомиссии. В таком случае ЕЦБ оказался бы глубоко вовлечен в вопросы финансирования национальных центральных банков, и это подвергло бы риску его независимость.

Согласно действующим правилам, ЕЦБ в качестве главного элемента Европейской системы центральных банков (ESCB) должен выявлять те системные риски, которые следует принимать в расчет каждому национальному регулятору. С этой целью в ведомстве ЕЦБ был создан Европейский совет по системным рискам (ESRC), в обязанности которого входит составление рекомендаций в области макропруденциальной политики, предупреждение о системных рисках и т.п. В состав совета вошли представители ЕЦБ, председатели Комитета европейского банковского надзора, Комитета надзора за европейским страхованием и производственными пенсиями, Комитета европейских правил безопасности, а также представитель Европейской комиссии. Одной из важнейших функций совета является обеспечение обмена информацией

с органами микропруденциального надзора, властями ЕС, представителями МВФ и пр.

В результате обсуждений Еврокомиссия создала Европейскую систему финансового надзора (ESFS), которая представляет собой сеть интегрированных европейских регуляторов. Система должна быть независимой от политических и отраслевых воздействий как на страновом уровне, так и на уровне ЕС. При этом в ведении национальных регуляторов остались текущие вопросы контроля и надзора.

Комиссия заменила три действующих института новыми:

– Департамент европейских банков (European Banking Authority, ЕВА) — преемник Комитета европейского банковского надзора. В сферу его деятельности входит проведение стресс-тестов европейских банков в целях повышения прозрачности европейской финансовой системы и идентификации слабых мест в структуре банковского капитала.

Предполагается, что в случае провалов регулирования национальных органов ЕВА имеет возможность взять управление на себя. Департамент имеет право предотвращать регулятивный арбитраж путем устранения условий для его возникновения и должен способствовать справедливой конкуренции финансовых институтов на всей территории ЕС. Он призван предотвращать проблемы банков, созданных в более слабой институциональной среде, связанные с потерей конкурентного преимущества по сравнению с банками, уже соответствующими по общеевропейским стандартам.

ЕВА представляет отчет (COREP), содержащий информацию о кредитном, рыночном, операционном риске, величине собственных средств и уровне достаточности капитала банков.

– Департамент европейского страхования и производственных пенсий (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) — преемник Комитета надзора за европейским страхованием и производственными пенсиями (CEIOPS). Департамент регулирует деятельность кредитных институтов, финансовых конгломератов, инвестиционных фирм, платежных институтов, а также тех, кто занимается электронными платежами. EIOPA призван поддерживать стабильность финансовой системы, прозрачность рынков и финансовых продуктов, а также обеспечивать защиту членов страховой системы — держателей страховых полисов, участников пенсионной схемы, бенефициаров пенсионных продуктов.

– Департамент безопасности и рынков (European Securities and Markets Authority, ESMA) — преемник Комитета европейских правил безопасности (CESR). ESMA работает в сфере обеспечения безопасности и законодательства для улучшения функционирова-

ния финансовых рынков в Европе, усиливая защиту инвесторов и кооперацию между национальными регуляторами. Одной из главных задач департамента является регулирование рейтинговых агентств в связи с критическими замечаниями относительно недостатка прозрачности этих агентств, а также потенциальными конфликтами интересов в рамках рейтингового процесса.

Вышеперечисленные надзорные институты были наделены следующими обязанностями:

- разработка проектов технических стандартов, выработка стратегических направлений и рекомендаций;
- предложение вариантов действий Европейскому парламенту, совету, Европейской комиссии;
- разрешение конфликтов между национальными регуляторами в тех случаях, когда законодательство требует от них кооперации;
- координационная роль в экстренных ситуациях;
- сбор необходимой надзорным органам и европейским органам исполнительной власти (в первую очередь Еврокомиссии) информации и статистики.

Европейская комиссия проанализировала работу ESFS в августе 2014 г. [Report from the Commission..., 2014]. По результатам оценки был сделан вывод, что регулятивная система хорошо приспособилась даже к достаточно сложным обстоятельствам «долговой волны» европейского финансового кризиса (2011–2012) и справилась с поставленным перед ней широким спектром задач, несмотря на дефицит человеческих ресурсов. Однако были выявлены некоторые направления, по которым работа ESFS должны быть улучшена, например необходимо:

- добавить к сфере обязанностей ESFS надзор за сегментами страхования и «теневое банкинга» (забалансовыми операциями банков и инвестиционных компаний) и соответственно включить в задачи системы контроль над международными стандартами финансовой отчетности;
- повысить прозрачность регулятивной деятельности ESFS для финансовых институтов, предпринимательских структур и населения, включая установление адекватных временных рамок ответа на запросы граждан и СМИ, а также предоставление более детальной обратной связи;
- присвоить более высокий приоритет защите потребителя/инвестора и связанным с ней вопросам. ESFS должна усиливать взаимодействие и между национальными регуляторами в этой области.

Также в 2014 г. была создана система SSM (Single Supervisory Mechanism) для объединения, регулирования и надзора над крупнейшими финансовыми группами на уровне ЕС, упрощающая

взаимодействие ЕЦБ с национальными регуляторами. Предполагается, что впредь ЕЦБ будет нести ответственность и непосредственно контролировать системообразующие кредитные институты еврозоны, тогда как менее значимыми будут заниматься национальные регуляторы. При этом ЕЦБ вправе выдавать национальным регуляторам общие инструкции в отношении надзора. Также признана необходимость интенсификации обмена информацией между общеевропейским и национальными регуляторами.

Несмотря на большую, чем в других регионах, степень интеграции финансовых регуляторов ЕС, проблема множественности уровней принятия решений и многочисленности регуляторов остается актуальной. Скорее всего необходимость унифицировать политику в данной области окажется сильнее центробежных политических факторов и сложившихся институциональных ограничений; будет происходить дальнейшая концентрация нормотворческих и надзорных полномочий на уровне ЕС (как минимум на уровне ЕЦБ для стран еврозоны) и вытеснение национальных регуляторов из данной сферы деятельности.

Проблемы гармонизации и интеграции финансового регулирования в ЕАЭС

Для Евразийского экономического союза (ЕАЭС) опыт ЕС может быть крайне полезен даже при отсутствии на повестке дня создания валютного союза. Неравномерный уровень развития финансовых институтов и финансовых рынков в странах — членах организации ЕАЭС при высокой степени интеграции их экономических систем уже требует гармонизации не только финансовых рынков и надзора (предусмотренной договором), но и интеграции нормативной базы и практик регулирования. Тот факт, что и Банк России, и Национальный банк Казахстана (регуляторы двух крупнейших рынков ЕАЭС) придерживаются принципов мегарегулирования, несколько упрощает ситуацию.

Попытки экономической интеграции постсоветских стран начались с образованием СНГ в 1993 г. В 1995 г. было подписано первое соглашение между Россией, Казахстаном и Белоруссией о создании Таможенного союза. Позднее к нему присоединились Киргизия, Узбекистан, Таджикистан. В 2001 г. был подписан договор о создании ЕврАзЭС (Евразийского экономического сообщества), призванного облегчить процесс интеграции в рамках Таможенного союза, а также о создании Единого экономического пространства (ЕЭП), намерение организовать которое руководители государств (Россия, Казахстан, Белоруссия, Украина) декларировали еще в 2003 г.

Фактическое формирование Таможенного союза произошло в 2009 г. после создания нормативной базы для его функционирования: были подписаны 40 международных договоров, касающихся как таможенно-тарифного, так и нетарифного регулирования, а также различных ограничений на импорт из третьих стран. ЕЭП, призванное обеспечить «четыре свободы» — движения товаров, капитала, услуг и рабочей силы — обрело правовую базу и необходимые страновые договоренности с 1 января 2012 г., когда были заключены соглашения о согласованности макроэкономической политики, принципах конкуренции, гармонизации финансовых законодательств и пр. Тогда же было принято решение о создании Евразийской экономической комиссии в качестве наднационального органа, регулирующего интеграционные процессы.

Как и предсказывалось в отчете Минэкономразвития за 2009 г. [Итоги деятельности..., 2010], создание Таможенного союза привело к увеличению объемов взаимной торговли и инвестиций (рис. 1).

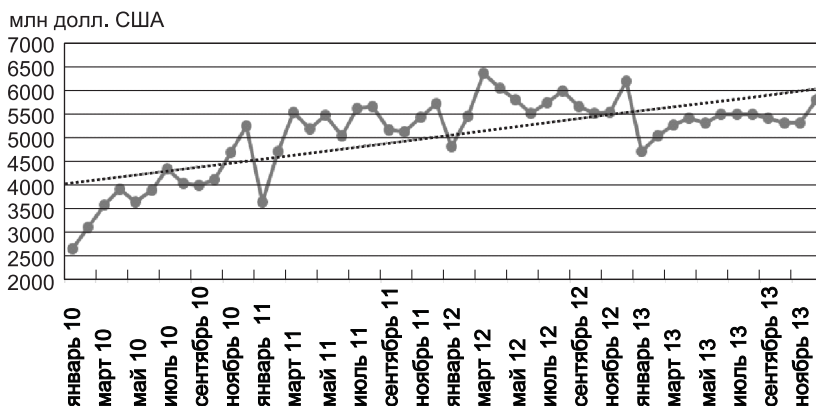


Рис. 1. Объемы взаимной торговли стран — членов Таможенного союза в 2010–2013 гг.

Источник: Евразийская экономическая комиссия: сайт. URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/Pages/default.aspx> (дата обращения: 15.05.2015).

Из графика объемов взаимной торговли, представленного на рис. 1, видно, что объем торговых операций между странами — членами Таможенного союза значительно вырос за годы существования (в первые годы после создания рост был особенно заметен). На конец 2013 г. доля России в объемах торговли составляла 63,3%, Белоруссии — 27,6%, Казахстана — 9,1%.

Также можно отметить рост взаимных инвестиций внутри Таможенного союза (рис. 2). По мнению Евразийского банка развития [Мониторинг взаимных..., 2013], интенсивность взаимных

прямых иностранных инвестиций (ПИИ) между странами Таможенного союза может быть увеличена, учитывая тот факт, что вклад экономик стран-членов в ВВП стран СНГ составляет 87%, а взаимные ПИИ — 42% от общего объема взаимных ПИИ по СНГ. О значимости взаимных инвестиций стран — членов Таможенного союза свидетельствует и исследование индекса взаимных прямых инвестиций (ИВПИ) (табл. 1).

Таблица 1

Рейтинг пар стран по ИВПИ

№	Страна — лидер по объему ПИИ в инвестиционной паре	Вторая страна инвестиционной пары	Объем взаимных ПИИ в конце 2012, млрд долл.	ИВПИ в 2012 г.	ИВПИ в 2011 г.
1	Азербайджан	Грузия	1,4	22,03	23,42
2	Россия	Украина	17,67	17,09	15,75
3	Россия	Казахстан	15,27	14,11	15,86
4	Россия	Белоруссия	7,81	8,29	8,95
5	Россия	Узбекистан	4,34	4,12	3,41
	...	...	...	...	...
19	Белоруссия	Казахстан	0,05	0,48	0,39

Источник: [Квашнин, Кузнецов, 2014].

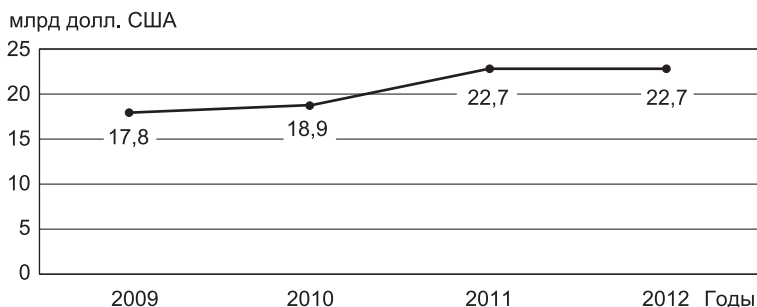


Рис. 2. Накопленные взаимные прямые иностранные инвестиции стран Таможенного союза.

Источник: [Мониторинг взаимных..., 2013].

ИВПИ позволяет дать оценку двусторонним инвестиционным связям на постсоветском пространстве. Он рассчитывается по формуле

$$I = (A + B + 0,5(A - A' + B - B')) \div (GDP_A + GDP_B) \times 1000k,$$

где $k = \sqrt{(\ln A)^2 + 3(\ln B)^2} \div \sqrt{(\ln A)^2}$; I — ИВПИ; A — накопленные ПИИ страны А в стране В на конец рассматриваемого года; B — накопленные ПИИ страны В в стране А на конец рассматриваемого года $A > B$; A' — накопленные ПИИ страны А в стране В тремя годами ранее; B' — накопленные ПИИ страны В в стране А тремя годами ранее; GDP_A — ВВП страны А в рассматриваемый год; GDP_B — ВВП страны В в рассматриваемый год;

Данные табл. 1 демонстрируют, что все три пары стран — членов Таможенного союза показывают значимый (ненулевой) ИВПИ, а потоки инвестиций между Россией и Казахстаном, а также между Россией и Белоруссией являются одними из наиболее интенсивных в регионе.

Таким образом, можно сказать, что торговое и инвестиционное взаимодействие между странами Таможенного союза весьма эффективно, что представляет собой одну из предпосылок для дальнейшей интеграции, в том числе финансовой.

Соглашение о создании ЕАЭС, необходимое для дальнейшей интеграции постсоветских стран, вступило в силу с 1 января 2015 г. К этому моменту в составе ЕАЭС находились Россия, Казахстан и Белоруссия, со 2 января к Союзу присоединилась Армения. Договор о вступлении в Союз Киргизии с 1 мая 2015 г. был подписан 23 декабря 2014 г.

В настоящее время рынки ЕАЭС разнятся как по архитектуре, так и по объему, однако процесс гармонизации уже запущен и должен завершиться к 2025 г. В данном случае уроки Евросоюза будут особенно полезны для создания единого финансового рынка ЕАЭС, поскольку в ЕС наблюдается очень высокая степень гармонизации финансовых рынков. Многие практики регулирования, сформированные в ЕС, могут быть перенесены в ЕАЭС и улучшить качество финансового рынка, а также его привлекательность для инвесторов.

При подписании договора о создании ЕАЭС было заключено 17 соглашений, большая часть из которых затрагивает вопросы единства регулирования именно финансовых рынков: «О создании условий на финансовых рынках для обеспечения свободного движения капитала», «О согласованных принципах валютной политики» и т.д. Статья 103 Договора о ЕАЭС прямо предусматривает посте-

пенный переход к наднациональному мегарегулированию в рамках союза к 2025 г.:

«1. Для достижения целей, изложенных в пункте 1 статьи 70 настоящего Договора, государства-члены к 2025 году осуществят гармонизацию своего законодательства в сфере финансового рынка в соответствии с международным договором в рамках Союза и Протоколом по финансовым услугам (приложение № 17 к настоящему Договору).

2. Государства-члены после завершения гармонизации законодательства в сфере финансовых рынков примут решение о полномочиях и функциях наднационального органа по регулированию финансового рынка и создадут его с месторасположением в городе Алматы в 2025 году».

При этом, как отметил на пресс-конференции в г. Алматы в апреле 2014 г. председатель Национального банка Республики Казахстан Н.Н. Кемембетов, «это будет институт, который будет определять правила игры для национальных регуляторов, т.е. выпускать соответствующие правила, чтобы гармонизировать работы наших финансовых секторов».

В плане институционального устройства (табл. 2) финансовые рынки стран, входящих в ЕАЭС, относительно однородны, за исключением Республики Беларусь, в которой отсутствует мегарегулятор и национальные рейтинговые агентства. Однако создание единого финансового регулятора в Республике активно обсуждается.

Таблица 2

Инфраструктура финансовых рынков стран — членов ЕАЭС

Институты финансового рынка	Белоруссия	Казахстан	Россия	Армения
Мегарегулятор	—	+	+	+
Национальные рейтинговые агентства	—	+	+	+
Валютно-фондовая и товарная биржа	+	+	+	+
Обязательное страхование автогражданской ответственности (ОСАГО)	+	+	+	+
Система страхования вкладов	+	+	+	+

Источник: составлено авторами на основе [XII Международный банковский..., 2014].

Так, заместитель председателя правления Национального банка Республики Беларусь С. Дубков в своей статье [Дубков, Набздор, 2012] показывает целесообразность такого изменения модели регулирования. Также белорусский Национальный банк активно продвигает идею создания национальных рейтинговых агентств.

При сравнении объемов финансовых рынков в трех странах — основателях ЕАЭС отмечается значительное преимущество российского рынка (рис. 3). Доля российских банков на конец 2013 г. составляла 93%, тогда как доли Казахстана и Белоруссии лишь 4% и 3% соответственно.

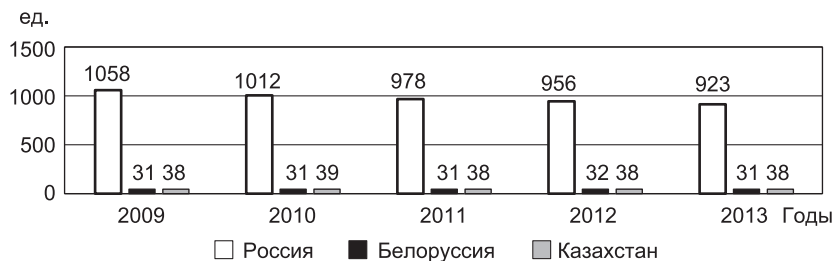


Рис. 3. Количество банков в странах — членах ЕАЭС.

Источник: составлено авторами на основе данных центральных банков соответствующих государств (URL: www.cbr.ru, www.nationalbank.kz, www.nbrb.by).

Аналогичная ситуация наблюдается и в отношении активов банков: 92,5% активов приходятся на российскую банковскую систему, 5,3% — казахскую, 2,2% — белорусскую (табл. 3).

Таблица 3

Совокупные активы банков (млрд долл.)

Страны	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
Россия	1109	1293	1630	1754
Казахстан	82	86	92	101
Белоруссия	43	31	37	41

Источник: составлено авторами на основе данных центральных банков (национальных регуляторов) соответствующих государств (URL: www.cbr.ru, www.nationalbank.kz, www.nbrb.by).

В страховой сфере также наблюдается российское доминирование: 88% страховых организаций приходятся на РФ, 7% — на Казахстан, 5% — на Белоруссию (табл. 4).

Количество страховых компаний

Страны	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
Россия	618	572	458	420
Белоруссия	24	25	25	25
Казахстан	40	38	35	34

Источник: составлено авторами на основе данных центральных банков (национальных регуляторов) соответствующих государств (URL: www.cbr.ru, www.nationalbank.kz, www.nbrb.by).

Достаточно значимым показателем анализа интеграции финансовых рынков государств, входящих в Таможенный союз, представляется степень проникновения банковских институтов одной страны на рынок другой.

В Казахстане в настоящее время функционируют четыре российских банка: Сбербанк, ВТБ, «Альфа-банк» и «Банк Хоум Кредит». По классификации Национального банка Казахстана, «дочка» Сбербанка является системообразующей на казахском банковском рынке, входит в группу банков «второго эшелона» с долей на кредитном рынке от 5 до 10%. Остальные банки имеют долю от 0,5 до 1%. В целом доля российских банков составляет 12,6%³. В последние годы российские банки растут на казахском рынке достаточно быстро: за 2013 г. Сбербанк, ВТБ и «Банк Хоум Кредит» увеличили ссудные портфели более чем на 50%, «Альфа-банк» — на 39%, тогда как в целом по сектору объем займов увеличился лишь на 23,7%. Объем вкладов российской группы возрос почти на 40%.

На белорусском рынке российские банки также занимают самые значимые позиции среди банков с иностранными инвестициями. В настоящий момент в Республике Беларусь действуют «дочки» семи российских банков: Газпромбанка, «Банка Москвы», ВЭБ, ВТБ, «Альфа-банка» (в 2013 г. присоединил «Белросбанк» — «дочку» «Росбанка»), Сбербанка, а также «ИнтерПэйБанка», акционерами которого на 98,82% являются российские банки (ОАО «Альянс Ипотека» и ЗАО «Старбанк»). Российская группа имеет долю более 20% в банковской системе Белоруссии, при этом доли двух банков — «БПС-Сбербанк» и «Банк БелВЭБ» — составляют более 5%, демонстрируя свою системообразующую роль.

³ Здесь и далее данные Национального банка Казахстана. URL: www.nationalbank.kz

В связи с геополитическими и экономическими событиями, затронувшими Россию в 2014 г., экспансия российских банков, вероятнее всего, замедлится, однако трудно оспаривать их существенную роль на казахском и белорусском рынке в долгосрочном периоде.

Говорить о значимой доле казахских или белорусских банков в российском банковском секторе в настоящее время не приходится. Однако представители обеих стран присутствуют на российском рынке. Например, в России работают представительства «Народного банка Казахстана» (второй по размеру активов), «БТА Банка» (третий по активам в Казахстане), «Банк Центр Кредита» (четвертый по размеру активов). Из белорусских представителей можно отметить «Беларусбанк» — крупнейший белорусский банк, а также «Приорбанк», входящий в десятку крупнейших банков по активам. Вероятность занятия этими банками значительной доли российского рынка невелика, но они могут вести вполне успешную нишевую политику.

Еще одним доказательством интегрированности финансовых рынков стран ЕАЭС могут считаться интеграционные процессы, проводимые на Московской бирже. С 2009 г. в соответствии с Соглашением ЕврАзЭС кредитным организациям стран-членов разрешен доступ к биржевым торгам. С 2013 г. в рамках проекта Интегрированного валютного рынка (ИВР) на бирже торгуются валютные пары российский рубль/белорусский рубль, казахский тенге/российский рубль. Инструменты на другие валютные пары будут предложены в ближайшее время. Предполагается и дальше расширять список рублевых инструментов и активизировать торги национальными валютами стран ЕАЭС [Марич, 2014].

Таким образом, можно утверждать, что финансовые рынки стран — членов ЕАЭС достаточно тесно связаны, и это обстоятельство является важной предпосылкой для практической гармонизации финансового рынка, возможно, с унифицированными нормами. По объективным причинам российский и казахстанский регуляторы должны быть и будут локомотивами интеграционных процессов на пространстве ЕАЭС.

Рекомендации для создания наднационального финансового регулятора стран ЕАЭС

В рамках подготовки создания к 2025 г. наднационального финансового регулятора рекомендуется придерживаться следующих принципов, сформулированных на основе проведенного выше анализа уроков интеграции финансового сектора ЕС:

— национальные регулятивные практики, меры и конкретные нормативные акты должны внедряться максимально единообразно и одновременно для минимизации отклонений на национальном уровне;

— предусмотренная документами о создании ЕАЭС гармонизация лицензионного режима для финансовых институтов должна развиваться с учетом возможных проблем для заказчиков и потребителей финансовых продуктов и услуг. В частности, следует учесть опыт провалов систем страхования вкладов при приеме вкладов британских и нидерландских клиентов в исландские банки, последующего дефолта и банкротства этих банков;

— должно быть повышено качество регулирования до мировых стандартов во всех странах — участниках ЕАЭС. При присоединении новых государств к экономическому союзу гармонизация финансового регулирования в кратчайшие сроки должна стать одним из условий членства.

Однако уже в начале 2015 г. на встречах руководителей стран — членов ЕАЭС начались предварительные обсуждения гармонизации валютной и кредитно-денежной политики, поэтому в данной сфере также возможно резкое усиление темпов интеграции финансовых систем.

Опора на европейский опыт, как негативный, так и позитивный, не должна принимать характер слепого копирования. Следует учитывать уровень развития финансовых рынков и необходимость институциональных изменений в национальных банковских системах (повышение их стабильности, введение стандартов «Базель III»), а также национальную специфику (санкции и начавшийся с осени 2013 г. в Российской Федерации массовый отзыв лицензий/санация проблемных банков; последствия банковского кризиса 2009 г.; текущую реорганизацию банковской и пенсионных систем в Республике Казахстан). Несмотря на существенно меньшую степень интеграции в мировые рынки финансовых систем Белоруссии, Армении и находящегося в процессе присоединения к ЕАЭС Кыргызстана по сравнению с Россией, включение их финансовых систем в единое надзорное поле должно проходить крайне аккуратно и с учетом местной специфики во избежание распространения их потенциальных проблем на весь Таможенный союз. Важным уроком должен стать негативный опыт включения Греции, Кипра и кипрских банков в Еврозону и юрисдикцию ЕЦБ, что вылилось в серию локальных банковских кризисов и общеевропейские финансовые потрясения.

Первыми шагами в плане интеграции должны стать: создание и усиление существующих рабочих групп национальных регулято-

ров и соответствующих ведомств отдельных государств, а также руководящих органов ЕАЭС, разработка детальных дорожных карт по ключевым направлениям изменений в регулировании и надзоре, выработка нормативных документов, нацеленных на минимизацию различий в законодательстве, надзорном режиме и практиках регулятора еще до создания единого надзорного органа.

Список литературы

XII Международный банковский форум «Банки России — XXI век». Сочи, 2014 // Ассоциация региональных банков: сайт. 2004–2015. URL: <http://www.asros.ru/ru/events/359/#20140903> (дата обращения: 15.04.2015).

Договор о Евразийском экономическом союзе (подписан в г. Астане 29.05.2014) (ред. от 10.10.2014, с изм. от 23.12.2014) // КонсультантПлюс [Электронный ресурс]. Режим доступа: интернет-портал. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_170264 (дата обращения: 23.05.2015).

Дубков С., Набздорев Д. Мегарегулирование финансового рынка: невозможное возможно // Банкаўскі веснік. 2012. № 3.

Итоги деятельности Минэкономразвития России в 2009 году и задачи на 2010 год: доклад. М., 2010.

Квашин Ю.Д., Кузнецов А.В. Количественный анализ взаимных прямых инвестиций стран СНГ и Грузии // Евразийская экономическая интеграция. 2014. № 22.

Марич И.Л. Биржевые проекты интеграции валютных рынков евразийского пространства и развития операций в национальных валютах // Деньги и кредит. 2014. № 11.

Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ 2013. Евразийский банк развития, Центр интеграционных исследований. СПб., 2013.

Разработка Стратегии развития финансовых рынков государств — членов ТС и ЕЭП на период до 2025 года. 1 этап. М., 2014.

Favero C., Freixas X., Persson T., Wyplosz C. One Money, Many Countries — Monitoring the European Central Bank. L., 2000.

Goodhart C.A.E. The Costs of Regulation // Financial Regulation or Over-Regulation / Ed. by A. Seldon. L., 1988.

Iceland: Financial System Stability Assessment — Update // IMF Country Report N 08/368. Washington, 2008.

Lannoo K. Supervising the European Financial System // ZEW Economic Studies. 2003. Vol. 19.

Prati A., Schinasi G. Financial Stability in European Economic and Monetary Union // Princeton Studies in International Finance. 1999. N 86.

Regulation and Banking Supervision: Caught between the Nation State and Global Financial Markets // Deutsche Bank Research. EMU Watch. 2000. June, 29.

Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the Operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS). Brussels, 2014.

The High-Level Group on Financial Supervision in the EU: Report. Brussels, 2009.

Vives X. Restructuring Financial Regulation in the European Monetary Union // J. of Financial Services Research. 2001. Vol. 19.

The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

XII Mezhdunarodnyj bankovskij forum «Banki Rossii — XXI vek», Sochi, 2014, *Associacija regional'nyh bankov: sajт. 2004–2015*, URL: <http://www.asros.ru/ru/events/359/#20140903> (data obrashhenija: 15.04.2015).

Dogovor o Evrazijskom jekonomicheskom sojuze (Podpisan v g. Astane 29.05.2014) (red. ot 10.10.2014, s izm. ot 23.12.2014), *Konsul'tantPljus [Jelektronnyj resurs]*, Rezhim dostupa: internet-portal, URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_170264 (data obrashhenija: 23.05.2015).

Dubkov S., Nabzdorov D. Megaregulirovanie finansovogo rynka: nevozmozhnost' vozmozhno, *Bankaj'ski vesnik*, 2012, N 3.

Itogi dejatel'nosti Minjekonomrazvitija Rossii v 2009 godu i zadachi na 2010 god: doklad, M, 2010.

Kvashin Ju.D., Kuznecov A.V. Kolichestvennyj analiz vzaimnyh prjamyh investicij stran SNG i Gruzii, *Evrazijskaja jekonomicheskaja integracija*, 2012, N 22.

Kelimbetov K.N. Press-konferencija, g. Almaty, 17.04.2014, URL: www.bnews.kz (data obrashhenija: 18.03.2015).

Marich I.L. Birzhevyje proekty integracii valjutnyh rynkov evrazijskogo prostranstva I razvitija operacij v nacional'nyh valjutah, *Den'gi i kredit*, 2014, N 11.

Monitoring vzaimnyh investicij v stranah SNG 2013, Evrazijskij Bank Razvitija, Centr integracionnyh issledovanij, SPb, 2013.

Razrabotka Strategii razvitija finansovyh rynkov gosudarstv — chlenov TS i EJeP na period do 2025 goda, 1 jetap, M, 2014.

Требования к статьям, принимаемым к публикации в журнале «Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика»

Материал, предлагаемый для публикации, должен являться оригинальным, не публиковавшимся ранее в других научных изданиях, соответствовать профилю и научному уровню журнала. Решение о тематическом несоответствии может быть принято редколлегией без специального рецензирования и обоснования причин.

Подача статьи осуществляется в электронном виде на адрес электронной почты редакции: econeditor@econ.msu.ru.

Оформление статьи

Статья должна быть представлена на русском языке в виде файла в формате MS Word (.doc или .docx) стандартным шрифтом Times New Roman (12 пт.) с полуторным межстрочным интервалом.

Файл с текстом статьи *не должен* содержать сведений об авторе или элементов текста, позволяющих идентифицировать авторство. Сведения об авторах отправляются отдельным файлом (см. ниже).

Объем статьи

Рекомендуемый объем статьи — от 30 тыс. до 45 тыс. знаков (с пробелами).

Структура статьи

Статья должна начинаться с названия (не более 10 слов), аннотации (100–150 слов) и ключевых слов (не более 8) на русском и английском языках. В аннотации должны быть указаны предмет и цель работы, методология, основные результаты исследования, область их применения, выводы. Несоответствие между русскоязычной и англоязычной аннотацией не допускается.

Структура основной части статьи должна строиться по принятым в международном сообществе стандартам: введение (постановка проблемы по актуальной теме, цели и задачи, четкое описание структуры статьи), основная часть (обзор релевантных научных источников, описание методологии, результаты исследования и их анализ), заключение (выводы, направления дальнейших исследований), список литературы.

Сведения об авторах

К статье необходимо *отдельным файлом* приложить сведения об авторе (авторах):

- полные фамилия, имя и отчество, основное место работы (учебы), занимаемая должность;
- полный почтовый адрес основного места работы (учебы);
- ученая степень, звание;
- контактный телефон и адрес электронной почты.

Все указанные сведения об авторе (авторах) должны быть представлены на русском и английском языках.

Список литературы

Список литературы должен содержать библиографические сведения обо всех публикациях, упоминаемых в статье, и не содержать указаний на работы, на которые в тексте нет ссылок. В списке литературы помещаются сначала публикации на русском языке (в алфавитном порядке), затем публикации на языках, основанных на латинском алфавите (также в алфавитном порядке). Дополнительно должен прилагаться список русскоязычных источников в романском алфавите (транслитерация). Программой транслитерации русского текста в латиницу можно воспользоваться на сайте <http://www.translit.ru>

Оформление ссылки

Ссылки на список литературы даются в тексте в следующем виде: [Oliver, 1980], [Porter, 1994, p. 45], [Иванов, 2001, с. 20], [Porter, 1994; Иванов, 2001], [Porter, Yansen, 1991b; Иванов, 1991]. Ссылки на работы трех и более авторов даются в сокращенном виде: [Гуриев и др., 2002] или [Bevan et al., 2001]. Ссылки на статистические сборники, отчеты, сборники сведений и т.п. даются в виде: [Статистика акционерного дела..., 1898, с.20], [Статистические сведения..., 1963], [Устав..., 1992, с. 30].

Все данные должны иметь сноски на источник их получения, таблицы должны быть озаглавлены. Ответственность за использование данных, не предназначенных для открытых публикаций, несут в соответствии с законодательством РФ авторы статей.

Статьи, соответствующие указанным требованиям, регистрируются, им присваивается регистрационный номер (сообщается по электронной почте). Все статьи проходят процедуру двойного «слепого» рецензирования.

Отклоненные статьи не возвращаются авторам. В случае отказа в публикации автору статьи направляется мотивированный отказ, основанный на результатах рецензирования. По запросам авторов рукописей и экспертных советов ВАК редакция предоставляет соответствующие рецензии на статью без указания имен рецензентов.

Автор дает согласие на воспроизведение статьи на безвозмездной основе в Интернете.

Журнал является открытым — любой автор, независимо от гражданства, места работы и наличия ученой степени, имеет возможность опубликовать статью при соблюдении требований редакции.

Выплата гонорара за публикацию не предусматривается. Плата за публикацию рукописей не взимается.

Адрес редколлегии: Москва, Ленинские горы, МГУ, 3-й учебный корпус, экономический факультет, ком. 326. **Электронная почта:** econeditor@econ.msu.ru