

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА СТРАН С РАСТУЩИМИ РЫНКАМИ

О. А. ЗОЛОТАРЕВА, кандидат экономических наук;

О. А. ТЕЛЯК, кандидат экономических наук

(Полесский государственный университет)

***Аннотация.** Цель статьи – выявить направления совершенствования институциональной структуры финансового сектора стран с растущими рынками. Для формирования устойчивого макроэкономического равновесия необходимо функционирование рынка крупного капитала. В странах с формирующимися рынками, к которым относится и Беларусь, отсутствует один из ключевых элементов полноценной макроэкономической структуры. Для освобождения центральных банков от выполнения несвойственных им фискальных функций, снижения их балансовых рисков, регулирования финансового рынка, создания и спецификации оборотов финансового капитала, повышения монетизации экономики на безинфляционной основе и инициирования инвестиционного спроса авторы предлагают создание отдельной макроструктуры, Банка капитала.*

***Ключевые слова:** рынок капитала, финансовая глубина, денежно-кредитная политика, кредитно-финансовые институты, Банк капитала.*

Мировой финансовый кризис выявил серьезные проблемы в системе взаимодействий органов и институтов макроэкономической политики. Проблематика институционального обеспечения экономической политики с точки зрения определения полномочий и сферы взаимодействия основных макроэкономических институтов стала предметом активных обсуждений в отечественной и зарубежной экономической литературе. Традиционно считается, что правительство в лице министерства финансов как макроэкономический институт проводит бюджетную политику, а центральный банк отвечает за ценовую стабильность посредством проведения монетарной политики. В до- и послекризисный период в рамках борьбы с его последствиями произошли изменения в целевых ориентирах экономической политики. На первое место выдвинулись задачи поддержания финансовой стабильности. Монетарная политика, используя нетрадиционные инструменты, стала носить скорее квазибюджетный характер. Появилось

все больше исследований, предлагающих закрепить за центральным банком наряду с традиционными функциями задачи поддержания общей финансовой стабильности мерами макропруденциальной политики. Появились также предложения, связанные с выделением функции макропруденциального надзора из компетенции центрального банка и передачи ее отдельному органу.

В практике развитых и развивающихся стран существует опыт функционирования национальных финансовых регуляторов. Наиболее показательными и влиятельными из них являются Национальная фьючерсная ассоциация США, Комиссия по срочной биржевой торговле, Управление по финансовому регулированию и надзору, Европейское управление по надзору за рынком ценных бумаг, Агентство финансовых услуг Японии, Австралийская комиссия по ценным бумагам и инвестициям. В рамках реформирования финансового регулирования в ответ на произошедшие финансовые потрясения в 2009 г. был создан Совет по

финансовой стабильности, в который вошли национальные финансовые регуляторы стран «Группы 20», Банк международных расчетов, ЕЦБ, Еврокомиссия, МВФ, ОЭСР, Всемирный банк, Базельский комитет по банковскому надзору, Комитет по глобальной финансовой системе, Комитет по платежной и расчетной системам, Международная организация органов страхового надзора, Комитет по международным стандартам финансовой отчетности. Основное назначение данной структуры состоит в осуществлении информационного обмена между участниками, оценка уязвимых мест финансовой системы, разработка рекомендаций по их предупреждению и устранению, а также по усилению регулирования и надзора в различных областях финансового рынка. Таким образом, главная функция существующих национальных и международных регуляторов финансового рынка – осуществление надзорных и контрольных мероприятий в отношении финансового рынка страны, а также выработка рекомендаций по совершенствованию финансового регулирования. В отличие от центрального банка или правительства, перечисленные национальные регуляторы финансовых рынков и международные союзы финансовой стабильности не управляют какой-либо частью общественного капитала страны, группы стран, не осуществляют формирование, распределение и перераспределение денежных потоков национальной экономики или экономики группы стран, и, следовательно, не принимают на себя фискальные, монетарные, финансовые и иные риски, связанные с реализацией своих задач, а в основном реализуют контрольную, надзорные функции, а также функцию мониторинга состояния финансовых рынков.

Практическое расширение полномочий и сферы действий центральных банков в развитых и развивающихся странах, произошедшее в последнее время, существенные изменения целей их политики в направлении бюджетной поддержки системно значимых институтов, изменение величины и, что более существенно, структуры их балансов грозят не только еще большим снижением степени их независимости от исполнительной власти, но и се-

рьезными будущими процентными и балансовыми рисками в их деятельности.

Центральные банки, прежде всего ФРС, в период кризиса фактически произвели перезагрузку рынка секьюритизированных активов: осуществлялось кредитование ценных бумаг, покрытых активами; предоставлялись кредиты в форме казначейских ценных бумаг под залог других ценных бумаг; спектр залогов под кредиты рефинансирования был существенно расширен, в него включались и производные финансовые инструменты; происходил выкуп негосударственных ценных бумаг с помощью структур специального назначения, в том числе у организаций нефинансового сектора; заимствование ценных бумаг у ключевых фирм; выкуп проблемных активов; выдача гарантий по пулам активов, обеспеченных ипотекой. То есть происходило индуцирование ликвидности активам посредством увеличения степени их надежности, и эти надежные активы лишали расширительную денежно-кредитную политику развитых стран инфляционного заряда. Кроме того, в последние десятилетия центробанки развитых стран всё чаще применяют такие тонкие инструменты, как, например, форвардное руководство со стороны центрального банка, которое можно определить как управление ожиданиями посредством коммуникативной деятельности, а также повышение репутационной ответственности центрального банка. В результате центробанкам развитых стран удается поддерживать коэффициент монетизации на довольно высоком уровне без инфляции.

Еще недавно ФРС США вливала в экономику до 85 млрд долл. ежемесячно. Монетизация экономики США возросла за последние два года с 10 трлн долл. до 11,5 трлн, на величину большую, чем вырос ВВП США. И при этом инфляция остается там весьма умеренной. В то время как в РБ даже незначительное изменение денежной базы в конце 2010 г. привело к взрывному росту цен и девальвации 2011 г. (ИПЦ – в 2 раза, девальвация по отношению к доллару США – в 2,7 раза). При этом уровень монетизации белорусской экономики в разы меньше уровня монетизации развитых стран и стран с формирующимися рынками (в

2013 г. – 11,9 %). Основной причиной такого положения вещей является уровень финансовой глубины экономики.

Известно, что в самом общем виде под финансовой глубиной понимается отношение рыночной стоимости финансовых активов страны с учетом будущей доходности к ВВП в процентах.

В развитых странах монетарная политика основана на специфицированных оборотах рынка капитала. При этом роль резервов с каждым годом уменьшается. Доверие к валютам развитых стран коренится не на товарной массе и не на объемах резервов. В США, например, золотовалютные резервы сравнительно малы. Но у них есть нечто большее. В ходе исследования был выявлен особый макроэкономический механизм, который хоть и сформирован искусственно, но действует спонтанно, не по канонам дискреционной политики. Мы назвали этот стабилизационный механизм метакругооборотом. Важнейшим встроенным стабилизатором макроэкономики, способствующим эффективности монетарной дискреции, является рынок государственного долга, связывающий цены на государственные обязательства и процентные ставки по ним принципом отражения. Рост спроса на государственные облигации в период кризиса приводит к падению процентных ставок по ним. Учитывая размеры и емкость рынка государственного долга, снижение доходности по ним неизменно снижает общий уровень процентных ставок в экономике даже при наличии портфельного эффекта и неполном арбитраже между процентными ставками. Именно это произошло в период последнего кризиса. В разгар кризиса спрос на государственные ценные бумаги в США был так велик, что процентные ставки по ним вышли в область отрицательных значений. Это обстоятельство снизило возможности традиционной монетарной политики, основанной на процентном канале, но в то же время способствовало росту фондовых индексов и выходу экономики из кризиса. Посредством нетрадиционной монетарной политики центральный банк лишь усилил этот стабилизационный эффект.

В большинстве так называемых стран с формирующимися рынками центральный банк подчинен правительству, господствует одномерность потоковых показателей. Тем не менее, в большинстве стран с развивающимися рынками уже осуществлен переход к двумерной экономической модели. Так называемые качели доминирования – «правительство – центральный банк» – встроены в естественный экономический цикл. В период экономического бума существует большая потребность в монетарных мерах для сдерживания инфляционных тенденций, в период кризиса – в фискальных мерах оживления спроса. Но если в макроэкономике отсутствует третий субъект, примиряющий этот «антагонизм» правительства и центрального банка, встроенность дискреционной политики в естественный цикл рано или поздно приводит к резонансу и разрушению экономической системы. В развитых странах этим третьим примиряющим моментом является рынок капитала, отличающийся высокой степенью консолидации. Макроэкономическая система, по сути, трехмерна. Значение имеют не столько потоковые показатели, такие как ВВП, но в большей степени – уровень и качество накопленного капитала. И категория «финансовая глубина экономики» является лишь одной из попыток формализовать эту новую реальность. В странах с формирующимися рынками, в частности в Беларуси, отсутствует третий необходимый элемент полноценной макроэкономической структуры.

Стремление властей уменьшить уровень вмененных издержек бизнеса посредством снижения процентной ставки открывает лишь дорогу спекуляциям на валютном рынке и рынках потребительских товаров и ведет к безудержному росту цен.

В то же время, анализ кросс-корреляции показателей широкой рублевой денежной массы и индекса потребительских цен в период проведения Национальным банком ограничительной денежно-кредитной политики выявил наличие высокой отрицательной корреляции почти без лага (0,81), что является доказательством положения о том, что монетарное сжатие может привести к росту цен.

Мы пришли к выводу, что вопрос «или – или» в РБ теперь лишен позитивного смысла. Невозможно ни то ни другое: ни рестрикционная, ни расширительная денежно-кредитная политика. Пришлось поставить вопрос иначе: каким образом сделать возможной полноценную денежно-кредитную политику в Республике Беларусь, в зависимости от обстоятельств, расширительную или ограничительную?

Чтобы сформировать устойчивое макроэкономическое равновесие, нужен рынок крупного капитала. Чтобы назревшая реформа собственности не привела к обесценению производительного капитала, должен быть обустроен особый оборот капиталных денег. Дополнительные деньги, наполняющие экономику в режиме расширительной ДКП, должны связываться капиталными фондами, иными словами, должны быть специфицированы. Для выполнения этой задачи нам и потребовался особый макроэкономический институт.

Предложения о реформировании институциональной структуры денежно-кредитной и финансовой системы неоднократно обсуждались в отечественной и зарубежной литературе. Так, Р. Фармер в 2013 г. выступил с идеей создания института с полномочиями, равными тем, которыми обладает центральный банк страны, для осуществления операций на открытом рынке между рискованными и безопасными активами для снижения волатильности цен на финансовом рынке [1]. В российской литературе предложения о выделении особой макроструктуры для формирования и спецификации оборота капитала в экономиках постсоветских стран высказывали Л. П. Евстигнеева и Р. Н. Евстигнеев [2, 3]. В статье используется предложенное ими название данной структуры. В совместной работе С. Э. Пекарского, М. А. Атаманчука и С. А. Мерзлякова при анализе взаимодействия центрального банка и правительства в части управления государственным долгом дедуцирована необходимость третьего органа, неявно координирующего действия первых двух [5]. А. Е. Дворецкая предлагает создание новой институциональной структуры регулирования рынка капитала «на базе рекомбинации суще-

ствующих институциональных форм» [6]. Тем не менее, в данных работах не представлены конкретные контуры данного института и способы его взаимодействия с существующими макроструктурами.

Основная цель предлагаемой нами макроструктуры, Банка капитала, состоит в том, чтобы освободить центральные банки от несвойственных им фискальных функций и снизить их балансовые риски. Для стран с формирующимися рынками важнейшей целью новой макроструктуры станет создание и спецификация оборотов финансового капитала, что позволит повысить уровень монетизации экономики на безынфляционной основе.

Предполагается, что Банк капитала не будет относиться к банкам второго уровня. Он должен обладать особым статусом публично-правового института, не являясь в тоже время органом государственной власти. Его властные полномочия должны проявляться только в области регулирования финансового рынка. Его деятельность должна регулироваться специальными нормативными правовыми актами и не подпадать под регулирование банковским законодательством.

Особое внимание в данной комплексной концепции должно уделяться роли новой макроструктуры в инициировании инвестиционного спроса. Инвестиционный спрос должен формироваться таким образом, чтобы специфицировать оборот капитала, отделив его от товарно-денежных оборотов. Особая депозитно-инвестиционная схема привлечения средств должна автоматически предусматривать обеспечение оборотов финансового капитала оборотами структурного (производительного) капитала [4].

Самая общая теоретическая идея предлагаемой концепции состоит в том, что производительный капитал, а, следовательно, и представляющий его финансовый капитал, являются не только промежуточными благами, но и автономной ценностью наряду с их продуктами. Производительный капитал, обретая ликвидную форму, может удовлетворять специфические людские потребности в независимости, в самореализации, в доверии. Эти ценности в состоянии лучше обеспечивать

деньги, нежели потоки потребительских ценностей и золотовалютные резервы.

ЛИТЕРАТУРА

1. Farmer R. Qualitative easing: a new tool for the stabilisation of financial markets / Farmer R. // Bank of England. Quarterly Bulletin. – 2013. – Q4. Vol. 53. – № 4. – P. 405–413.
2. Евстигнеева Л. П. Внутренний рынок: макроэкономический аспект / Евстигнеева Л. П., Евстигнеев Р. Н. // Общественные науки и современность. – 1999. – № 2. – С. 20–33.
3. Евстигнеева Л. П. Финансовый капитал как системообразующий фактор экономики / Евстигнеева Л. П., Евстигнеев Р. Н. // Общественные науки и современность. – 1998. – № 6. – С. 5–26.
4. Золотарева О. А. Денежно-кредитная политика: от мейнстрима к постсоветским реалиям / О. А. Золотарева. – С.Пб. : Изд-во СПбГЭУ, 2014. – 282 с.
5. Пекарский С. Э. Взаимодействие фискальной и монетарной политики в экспортоориентированной экономике. Препринт WP12/2007/02. Серия WP12 Научные доклады лаборатории макроэкономического анализа. [Электронный ресурс] / Пекарский С. Э., Атаманчук М. А., Мерзляков С. А. – Москва : ГУ ВШЭ, 2007. – Режим доступа: https://www.hse.ru/data/2010/05/06/1216469503/WP12_2007_02.pdf. – Назва з екрана.
6. Дворецкая А. Е. Рынок капитала в системе финансирования экономического развития / Дворецкая А. Е. – М. : Анкил, 2007. – 288 с.

О. О. Золотарьова, кандидат економічних наук; **О. О. Теляк**, кандидат економічних наук (Поліський державний університет). **Перспективи розвитку інституційної структури фінансового сектора країн зі зростаючими ринками.**

Анотація. Мета статті – виявити напрями вдосконалення інституційної структури фінансового сектора країн зі зростаючими ринками. Для формування стійкої макроекономічної рівноваги необхідне функціонування ринку крупного капіталу. У країнах із ринками, що формуються, до яких належить і Білорусь, відсутній один із ключових елементів повноцінної макроекономічної структури. Для звільнення центральних банків від виконання невласливих їм фінансових функцій, зниження їх балансових ризиків, регулювання фінансового ринку, створення і специфікації оборотів фінансового капіталу, підвищення монетизації економіки на безінфляційній основі та ініціювання інвестиційного попиту автори пропонують створення окремої макроструктури, Банку капіталу.

Ключові слова: ринок капіталу, фінансова глибина, грошово-кредитна політика, кредитно-фінансові інститути, Банк капіталу.

O. A. Zolotareva, Cand. Eco. Sci.; **O. A. Telyak**, Cand. Eco. Sci. (Polesky State University). **Development prospects of institutional structure in the financial sector of countries with the growing markets.**

Summary. Objective: to identify the ways of improving the institutional structure of the financial sector of the countries with emerging markets. The market of big capital should be functioning to form a sustainable macroeconomic balance. There isn't one of the key elements of the complete macroeconomic framework in the countries with the emerging markets to which Belarus belongs. The authors propose to create the separate macrostructure – Bank of capital – to release the central banks from carrying out unusual fiscal functions, decrease of balance risks, to regulate financial market, to create financial capital turnover, to increase the monetization of the economy on non-inflationary basis and to initiate the investment demand.

Keywords: capital market, financial depth, monetary policy, financial institutions, Bank of Capital.