

Денежно-кредитное регулирование притока спекулятивного капитала в России

© 2010 Д.И. Тереладзе

Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов

E-mail: tdavid@mail.ru

В статье рассматривается проблема притока спекулятивного капитала на российский финансовый рынок. На основе изученного международного опыта предлагается к апробации система мер по регулированию притока спекулятивного капитала и, как следствие, недопущению повышения нестабильности финансового рынка России в периоды возможных внешних шоков.

Ключевые слова: спекулятивный капитал, мировой финансовый кризис, валютная либерализация.

В настоящее время мировая экономика находится на стадии постепенного восстановления от негативных последствий мирового финансового кризиса 2008 г. Однако, несмотря на позитивную динамику роста совокупного мирового ВВП в размере 5,5%, для стран с развивающимися рынками реальна угроза притока спекулятивного капитала, который, как известно, первым покидает страну-реципиента капитала в периоды воздействия внешних шоков. Опасения монетарных властей усилились после решения Федеральной резервной системы (ФРС) США выкупить до II квартала 2011 г. облигации на общую сумму 600 млрд. долл. Такое решение связано с желанием американского центрального банка обеспечить дополнительную ликвидность экономике страны и тем самым стимулировать ее дальнейший рост. Вместе с тем это может вызвать массивный приток спекулятивного капитала, прежде всего в странах с формирующимися рынками, где учетные ставки находятся на более высоком уровне, чем в странах с развитой финансовой системой¹.

Например, на российском рынке в настоящее время ставка рефинансирования составляет 7,75%, в то время как в США - 0,25%, в ЕС - 1%, тем самым спекулятивные операции типа "carry trade" по-прежнему с экономической точки зрения остаются прибыльными для международных инвесторов. Более того, по прогнозам аналитиков, Банк России планирует начать цикл повышения учетной ставки с января 2011 г. с

целью борьбы с инфляцией. Поддержание низких ставок было оправданно в период кризиса, однако в настоящее время денежные власти опасаются нового витка инфляции, тем самым планируют ужесточить денежно-кредитное регулирование. В дополнение к вышесказанному не стоит забывать и о возможном росте цен на энергетическое сырье в 2011 г., что также может привлечь спекулянтов на российский финансовый рынок.

Необходимо отметить, что страны с развивающимися рынками уже начали испытывать негативные последствия от избыточного притока международного спекулятивного капитала. Прежде всего, это касается рынков азиатского региона, которые наименее пострадали в период мирового финансового кризиса и восстанавливаются значительно быстрее своих европейских аналогов. Только за 2010 г., по приблизительным подсчетам, общий приток капитала здесь составил 670 млрд. долл. Вследствие избыточного притока капитала на азиатских рынках в последнее время значительно укрепилась курсы национальных валют по отношению к доллару и евро (см. таблицу).

Как мы можем видеть из вышеприведенной таблицы, Россия - единственная страна с развивающимся рынком, которая страдает от нетто-оттока капитала и девальвации национальной валюты рубля. Другие страны, такие как Таиланд, Индия, наоборот, являются объектом экспансии спекулятивных капиталов. Возникает ак-

Динамика курса национальной валюты на некоторых развивающихся рынках

Страна	Чистый приток капитала	Годовой ВВП	Изменение курса национальной валюты, %
Бразилия	2,50	1,572	+2,36
Россия	-7,26	1,231	-7,56
Индия	10,84	1,310	+1,35
Таиланд	1,73	264	+9,09
Украина	1,28	114	+0,41

Источник. Агентство Bloomberg.

туальный вопрос: почему мы идем вразрез с общей тенденцией других рынков?

По нашему мнению, основной причиной текущей непопулярности российского финансового рынка среди международных инвесторов является, прежде всего, изменение рыночной конъюнктуры. Например, до начала мирового финансового кризиса у нашей страны наблюдался профицит бюджета, а также значительный объем стабилизационного фонда. После кризиса 2008 г. ситуация изменилась коренным образом - профицит сменился на дефицит в размере 3,3% от ВВП, объем резервного фонда сократился с 90 до 35,5 млрд. долл.

Однако ситуация может измениться в ближайшие годы, прежде всего с ростом цен на нефть до 100 долл. за баррель, а также в связи с реализацией стратегии создания международного финансового центра в нашей стране. Какие ответные меры можно принять на случай массивного притока капитала в предстоящие годы? Прежде всего, при разработке инструментов по регулированию экспансии международного спекулятивного капитала необходимо учитывать возможность текущего валютного законодательства.

К сожалению, после полной либерализации движения капитала в 2006 г. у российских денежных властей отсутствуют возможности использования валютных ограничений для притока краткосрочного спекулятивного капитала. В настоящее время не действуют положения о необходимости лицензирования капитальных операций, нерезиденты не обязаны более совершать сделки на финансовом рынке посредством открытия специализированного счета в уполномоченном банке, также отменено положение о резервировании по краткосрочным кредитам, полученным российскими предприятиями от нерезидентов.

Введение количественных методов регулирования движения капитала, с нашей точки зрения, не является целесообразной мерой, поскольку это может спровоцировать отток инвестиций с рынка. Попытка восстановления барьеров на пути движения финансового капитала, упраздненных в июле 2006 г., может быть воспринята инвесторами как слабость денежных властей и может оказать негативное воздействие на привлекательность финансового рынка.

Основываясь на международном опыте контроля над движением трансграничных финансовых потоков, можно отметить, что в случае массивного притока спекулятивного капитала, на наш взгляд, наиболее рациональным является введение системы косвенных рыночных регуляторов потоков финансового капитала.

1. Постепенный переход к режиму таргетирования инфляции. Режим инфляционного таргетирования предполагает проведение денежными властями автономной денежно-кредитной политики, без вмешательства центрального банка в механизм курсообразования национальной валюты. Страны, перешедшие на режим инфляционного таргетирования (Польша, Чехия), были менее подвержены негативным последствиям мирового финансового кризиса 2008-2009 гг., поскольку испытали меньший приток капитала, чем страны, в которых использовался режим фиксированного валютного курса. Например, в странах Балтии, где национальные валюты жестко привязаны к евро, применение валютного фиксинга фактически делает невозможным проведение автономной денежно-кредитной политики, и денежные власти не могут использовать инструмент девальвации национальной валюты для преодоления дефицита платежного баланса.

Переход на режим инфляционного таргетирования позволит курсу национальной валюты быть более гибким, а его динамика становится трудно предсказуемой для международных спекулянтов. Поэтому, на наш взгляд, апробация данного режима денежно-кредитной политики на российском рынке является первоочередной мерой, которая будет выполнять роль некоего автоматического стабилизатора по недопущению притока краткосрочного спекулятивного капитала и предотвращению возможных спекулятивных атак на российский рубль.

В настоящее время для перехода к режиму инфляционного таргетирования Банку России можно рекомендовать следующие меры для трансформации денежно-кредитного регулирования в РФ:

1) осуществлять политику двойного таргетирования инфляции и валютного курса путем последовательного ослабления привязки рубля к бивалютной корзине, тем самым увеличивать волатильность валютного курса;

2) реализовать комплекс мер по усилению роли процентной ставки в процессе формирования инфляционных ожиданий;

3) по мере завершения перехода к режиму свободного валютного курса законодательно закрепить автономность Банка России на законодательном уровне, принять соответствующие поправки в закон "О Центральном банке Российской Федерации". В странах, где используется режим инфляционного таргетирования, в законодательство о центральном банке были внесены изменения, которые наделяют регулятора функцией по поддержанию стабильности цен. В России в качестве основной цели деятельности

центрального банка в ст. 75 Конституции Российской Федерации названы защита и обеспечение устойчивости рубля. Таким образом, мы сталкиваемся с правовой коллизией, когда центральный банк должен решать две противоречивые задачи, направленные как на поддержание стабильного курса рубля, так и на обеспечение ценовой стабильности;

4) проводить мероприятия по дальнейшей демополизации российской экономики, тем самым перейти к инфляции по монетарному типу;

5) уменьшить влияние ценовой динамики сырьевых рынков на курс рубля. Для этого необходимо перевести в федеральный бюджет платежи, связанные с внешней торговлей (в том числе налог на добычу полезных ископаемых и пошлины) на иностранную валюту. Перевод средств в иностранных валютах в специализированный бюджетный фонд будет способствовать становлению на российском валютном рынке рыночного курса рубля, менее подверженного притоку иностранной валюты от сырьевого экспорта. Следует отметить, что данная политика вполне успешно применяется в Норвегии, где часть валютной выручки изымается с рынка и направляется в иностранные инвестиции.

2. Дифференцированные резервные требования для банков. Наличие более гибкого режима валютного курса является необходимой, но не достаточной мерой по предотвращению избыточного притока капитала. В посткризисный период необходимо, прежде всего, регулировать приток спекулятивного капитала в банковский сектор. Для достижения данной цели следует использовать инструменты денежно-кредитной политики и банковского регулирования.

В первую очередь, в целях ограничения возможного роста внешней задолженности, на наш взгляд, необходимо установить повышенные резервные требования для кредитных организаций по обязательствам в иностранной валюте перед организациями-нерезидентами и оперативно увеличивать норму резервирования при быстром увеличении внешнего долга российской банковской системы.

Эффективность механизма дифференциации резервных требований была доказана на практике. В последнее время данный инструмент широко применяется в некоторых странах Восточной Европы. В 2006-2008 гг. он был использован в Хорватии, где наряду с другими пруденциальными мерами сыграл ключевую роль в снижении внешнего долга банковского сектора. С 2008 г. в стране действуют дифференцированные резервные требования: 20% по обязатель-

ствам в иностранной валюте и 14% по обязательствам в национальной валюте куне. В Румынии в настоящее время (с марта 2006 г.) норма обязательного резервирования по обязательствам на срок продолжительностью менее двух лет в иностранной валюте составляет 40%, в местной валюте 18% от общего объема. В Сербии по обязательствам в динарах установлен коэффициент в размере 10% (5% по депозитам на срок свыше одного месяца), тогда как по обязательствам в иностранной валюте - 45%.

Данные страны вследствие использования дифференцированного подхода по нормативам обязательного резервирования испытали меньший приток иностранного капитала в предкризисные периоды. Как результат - менее негативные последствия в период мирового финансового кризиса 2008 г., чем в Венгрии, где по обязательствам в иностранной и местной валютах применялся одинаковый коэффициент.

Как показали последние финансовые кризисы, особую опасность для стабильности банковской системы представляет наличие значительного объема краткосрочного внешнего долга. Поэтому необходимо осуществить комплекс мер по предотвращению в будущем роста краткосрочной задолженности банковского сектора. Для достижения данной цели, на наш взгляд, целесообразно установить дифференцированные резервные требования по обязательствам не только в зависимости от категории "резидент/нерезидент", но также с учетом срока привлечения внешних займов, используя при этом повышенные ставки отчислений по краткосрочным (до 1 года) заимствованиям. Такая мера будет способствовать установлению структуры внешнего долга банковского сектора в пользу преобладания долгосрочных источников.

3. Максимальный лимит открытой позиции банков. Дифференциация норм отчислений в обязательные резервы не единственный инструмент регулирования притока капитала в банковскую систему, имеющийся в распоряжении у регулятора. В условиях избыточного притока спекулятивного капитала Центральный банк РФ может использовать механизм ограничения открытой валютной позиции банков (сумма всех открытых валютных позиций в иностранных валютах и отдельных драгоценных металлах не должна превышать определенной доли собственных средств). Лимит открытой валютной позиции - основной инструмент контроля со стороны центрального банка за валютными рисками кредитных организаций - представляет собой количественное расхождение между суммарной стоимостью активов и пассивов, выраженных в

иностранный валюте. В настоящее время данный инструмент в России используется (лимит открытой позиции 20%), и с нашей точки зрения он должен быть сохранен.

Следует особо отметить, что подобное ограничение действовало во многих странах Восточной Европы во время массивной экспансии иностранного капитала. Например, в Чехии в 1994-1995 гг. действовало ограничение открытой валютной позиции банка вне зависимости от происхождения валюты. Максимальный предел открытой (короткой) позиции не мог превышать 15% от размера собственного капитала. Аналогичные ограничения использовались и в других странах с развивающимися рынками, такими как Польша, Венгрия. Так, в Румынии в настоящее время регулятором ограничивается открытая валютная позиция (максимум 10% капитала в одной валюте и не более 20% во всех иностранных валютах)².

Эффективность использования данного инструмента регулирования была подтверждена в период мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. Например, Центральный банк Венгрии в предкризисный период не регулировал максимальный размер открытых валютных позиций. Вплоть до 1 ноября 2003 г. в стране действовало ограничение открытой короткой позиции для банков в размере 30% от капитала (вне зависимости от срока), однако оно было отменено после вступления страны в ЕС. Результатом данного шага стало активное привлечение банками, населением и компаниями кредитов в иностранной валюте, поэтому финансовый кризис оказал особенно негативное влияние на данную страну.

4. Налоговое дестимулирование краткосрочных заимствований. Регулирование притока краткосрочного капитала в банковскую систему в периоды массивного притока иностранного капитала является необходимым, но не достаточным условием предотвращения образования макроэкономических дисбалансов, ведущих к уязвимости финансового рынка в период кризисов. Поэтому, наравне с использованием денежно-кредитных мер регулирования процесса экспансии капитала, необходимо, по нашему мнению, также задействовать инструменты фискального регулирования притока спекулятивного капитала в небанковский сектор.

В целях недопущения роста внешнего корпоративного долга компаниями нефинансового сектора следует использовать меры налогового стимулирования заимствований для компаний на внутреннем финансовом рынке. С этой целью нам представляется возможным внесение поправок в налоговый кодекс с целью дифференци-

ции уровня процентных выплат, относимых на себестоимость в зависимости от категории и срочности займа.

В настоящее время (по состоянию на декабрь 2010 г.) в соответствии со ст. 269 Налогового кодекса Российской Федерации (НК РФ) "...предельная величина процентов, признаваемых расходом, принимается равной ставке рефинансирования Центрального банка Российской Федерации, увеличенной в 1,1 раза - при оформлении долгового обязательства в рублях и равной 15 процентам - по долговым обязательствам в иностранной валюте"³. Заемщикам с экономической точки зрения выгодно наращивать сумму внешних обязательств. С 1 января 2011 г. порядок расчета предельной величины процентов изменится - для долговых обязательств в рублях предельная сумма процентов будет равняться ставке рефинансирования, умноженной на поправочный коэффициент 1,8, по обязательствам, выраженным в иностранной валюте, поправочный коэффициент установлен на уровне 0,8. По нашему мнению, данная мера будет способствовать росту заимствований на внутреннем рынке. Однако мы полагаем, необходимо также увязать предлагаемый порядок расчета предельных сумм в зависимости от срока займа. Например, для краткосрочных (до 1 года) обязательств использовать поправочный коэффициент 0,3 - данная мера будет способствовать удлинению срочности внешнего долга российских заемщиков.

Необходимо отметить, что вышеописанный механизм не может служить универсальным средством для ограничения избыточного кредитования компаний нефинансового сектора. В случае падения процентных ставок на международном рынке капиталов эффективность подобных мер может снизиться. Поэтому при резком увеличении корпоративного долга, на наш взгляд, было бы целесообразно в качестве возможной меры дестимулирования роста избыточного объема иностранного заимствования использовать специализированный налог на краткосрочное внешнее заимствование. Ставка налога должна зависеть от срока внешнего долга. Например, 15% по обязательствам менее одного года, 10% - от одного до трех лет, 0% - для обязательств со сроком свыше трех лет.

В периоды массивной экспансии капитала необходимо ограничить приток спекулятивного капитала не только в банковскую систему и корпоративный сектор, но также и на российский фондовый рынок. Для достижения этой цели, по нашему мнению, целесообразно провести четкую дифференциацию шкалы ставок налогообложения прибыли доходов нерезидентов от при-

роста курсов акций российских компаний в зависимости от срока инвестирования. Налоговая ставка должна варьироваться в зависимости от периода инвестирования на российский фондовый рынок, при этом для инвестиций сроком более одного года целесообразно установить нулевую ставку налогообложения в целях выравнивания условий долгосрочного инвестирования в российские активы с условиями инвестирования в странах, которые выступают основными конкурентами России на международном рынке капитала.

Следует особо подчеркнуть, что в настоящее время налогообложение нерезидентов - юридических лиц регулируется гл. 25 НК РФ "Налог на прибыль организаций". В соответствии со ст. 284 НК РФ доход от реализации долевых ценных бумаг облагается по ставке 20%. Налогобложение физических лиц осуществляется в соответствии с положениями гл. 23 НК РФ "Налог на доходы физических лиц". Налоговая ставка составляет 30% для нерезидентов и 13% для резидентов. Ставки не дифференцируются в зависимости от срока владения, тем самым не мо-

тивируют инвесторов к осуществлению долгосрочных вложений в акции российских компаний. По нашему мнению, целесообразно установить следующую шкалу (вне зависимости от статуса "резидент/нерезидент"): 35% - на доход от реализации долевых ценных бумаг сроком до 60 дней, 30% - сроком до 180 дней, 20% - сроком до 365%, 0% - сроком владения свыше 365 дней.

Мы полагаем, что введение дифференцированной шкалы налогообложения доходов от реализации ценных бумаг позволит дестимулировать инвесторов осуществлять короткие спекулятивные операции на финансовом рынке, поощряя при этом долгосрочные капиталовложения.

¹ *Ljubinko J.* Spillovers of the crisis: How different is Croatia // Discussion paper. Vienna, 2010. March 23. P. 15.

² Глобальные финансовые реформы // Обзор центра макроэкономических исследований Сбербанка России. 2010. Июнь. С. 38-46.

³ Налоговый кодекс Российской Федерации. Ч. 1. М., 2009.

Поступила в редакцию 26.10.2010 г.