

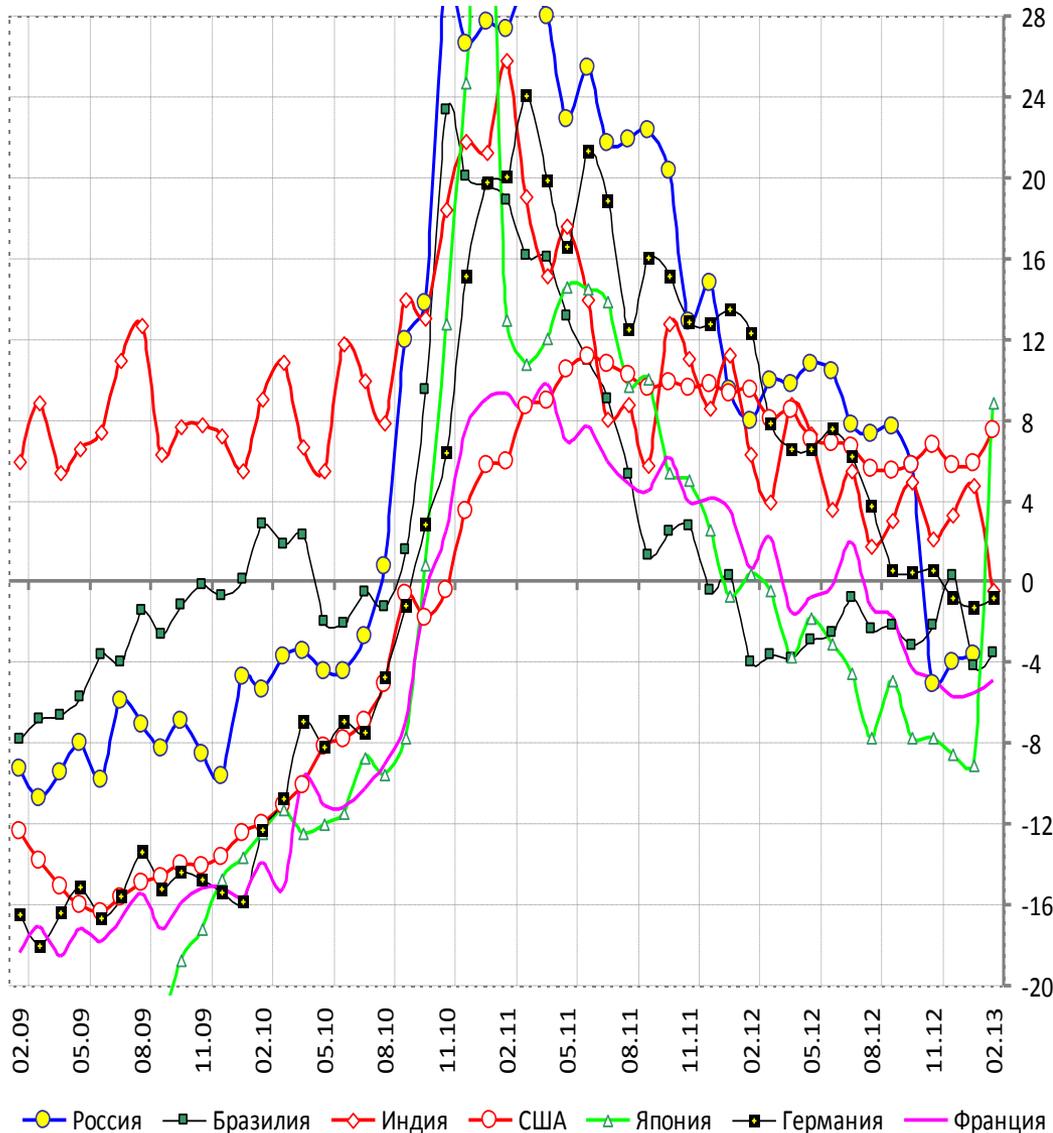
Политика финансового развития

23 июля 2013 г.

**Зав. отделом международных рынков капитала
ИМЭМО РАН, председатель Комитета ТПП
России по финансовым рынкам и кредитным
организациям, д.э.н., проф. Я.М.Миркин**

Россия, как глобальный актив, повторяет все риски

Темпы прироста промышленного производства, YOY (лаг - два года), %



Доля в обороте по экспорту - импорту, %, 2012

ЕС

49,0

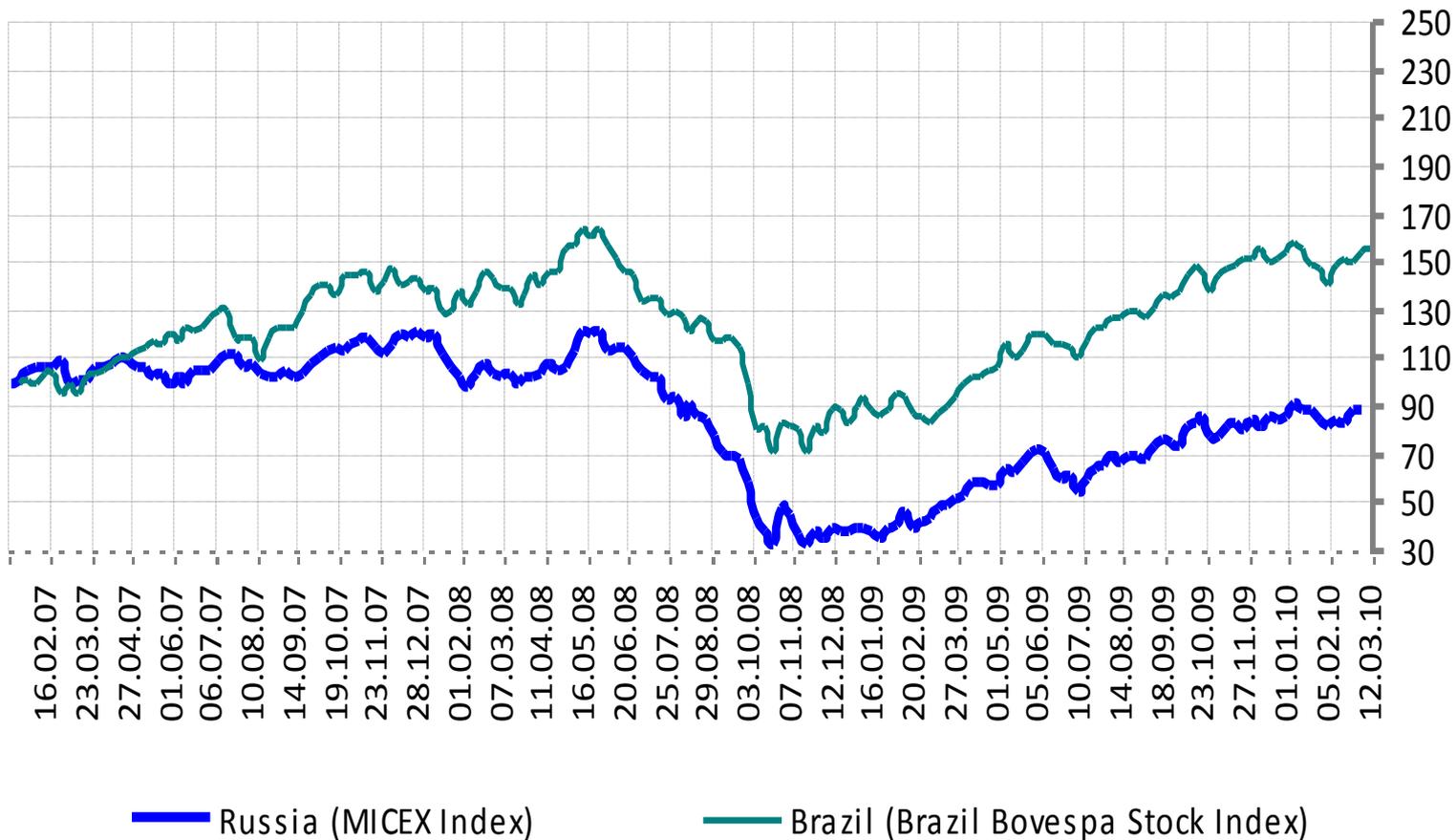
КИТАЙ

10,5

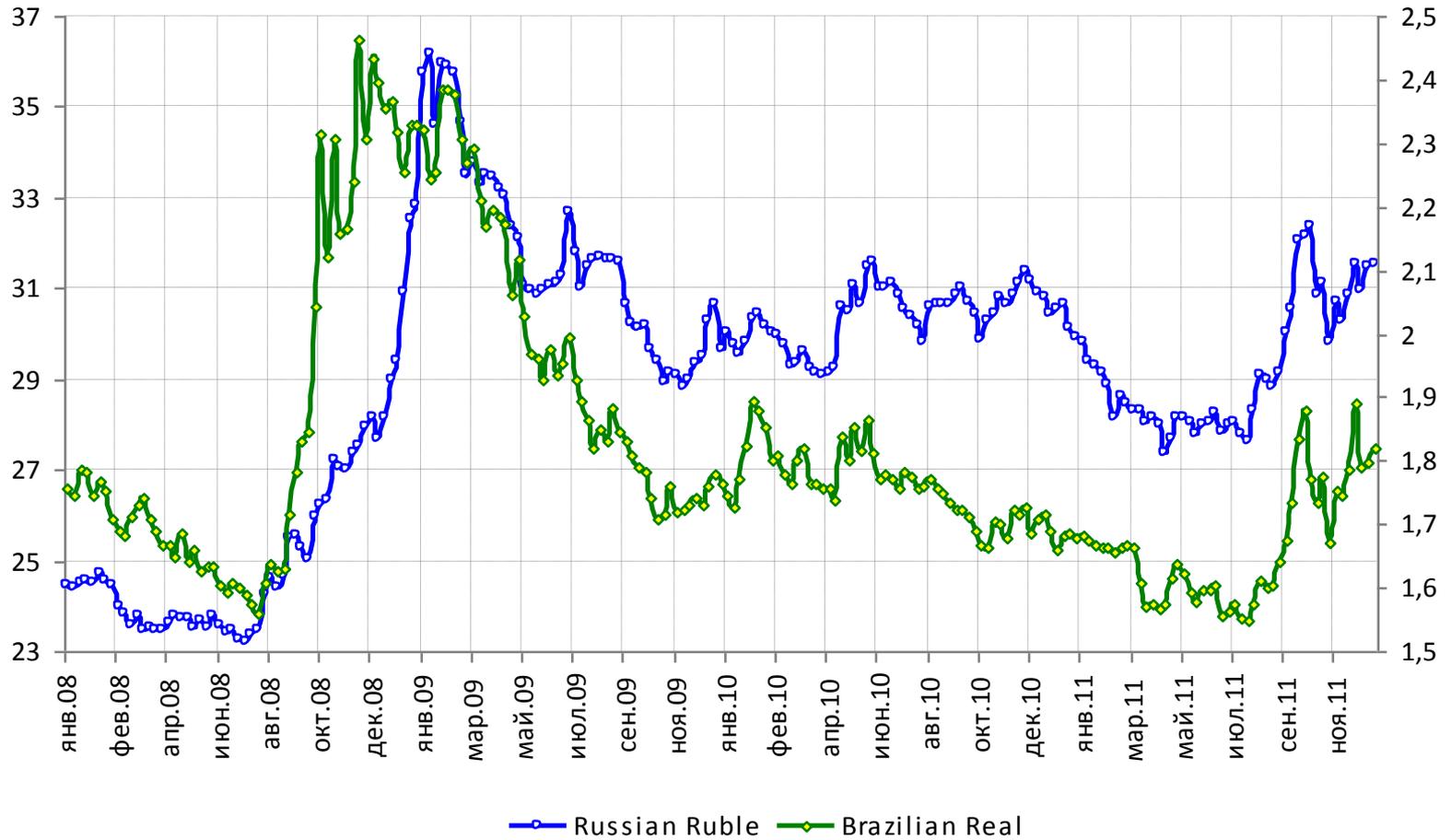
СНГ

14,1

Россия как Бразилия - 1

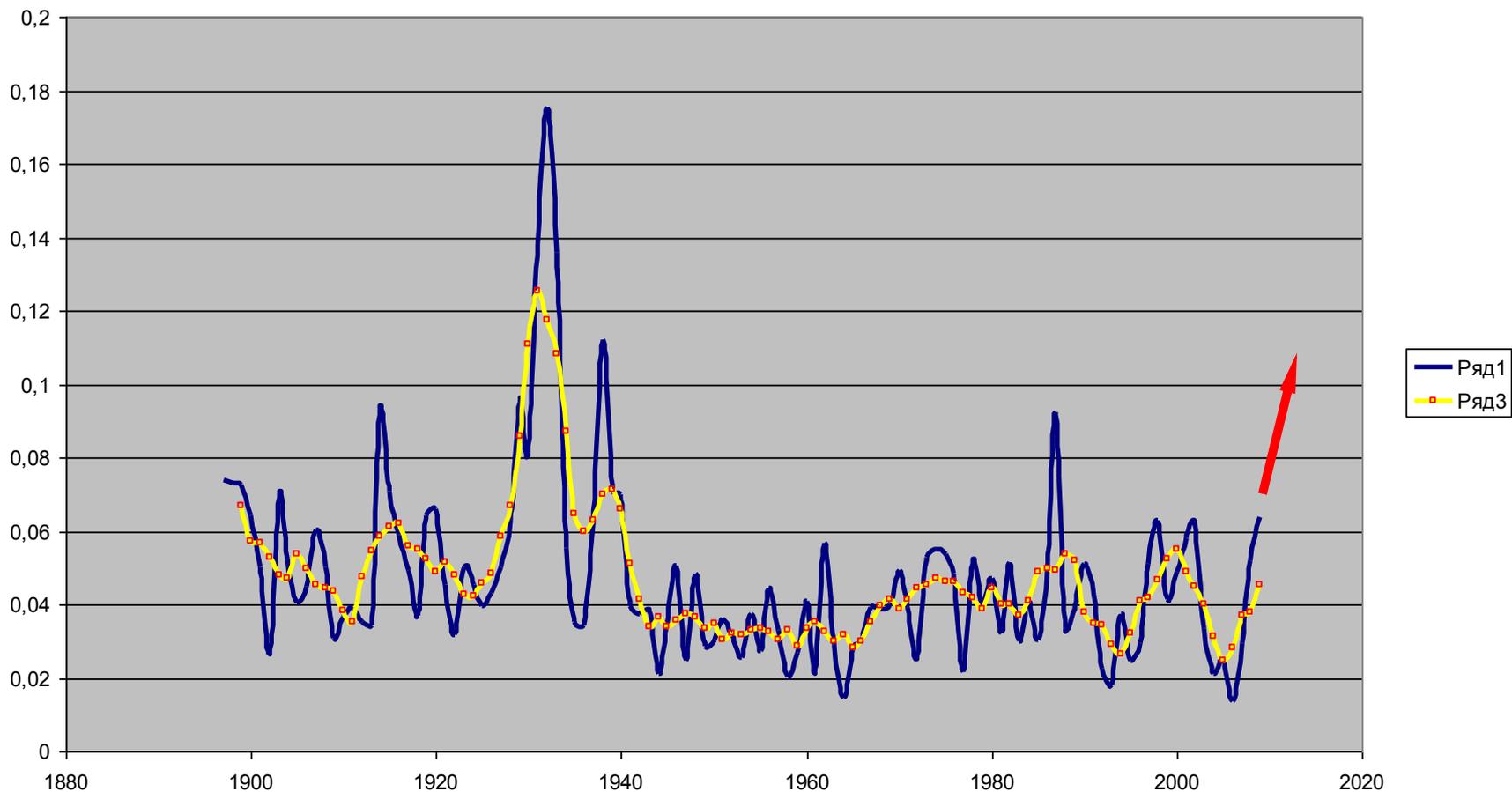


Россия как Бразилия - 2



Впереди – риски роста разбалансированности, волатильности финансовой системы в будущем.

График 1. Волатильность индекса DJIA 1897 - 2010 гг.



Индикатор: СКО за год, сглаживание – 5-членная скользящая средняя

ВОЗМОЖНЫЕ ВЫЗОВЫ:

- новые финансовые шоки*
- вытеснение России с сырьевых рынков*
- падение мировых цен на сырье под воздействием укрепления доллара*
- ребалансирование мировой экономики*

ОТВЕТЫ НА ВЫЗОВЫ –

- превратиться в более крупную финансовую машину**
- поддержка устойчивого экономического роста и модернизации**

Вопрос – на основе какого финансового маневра?

Уравнение устойчивого финансового развития

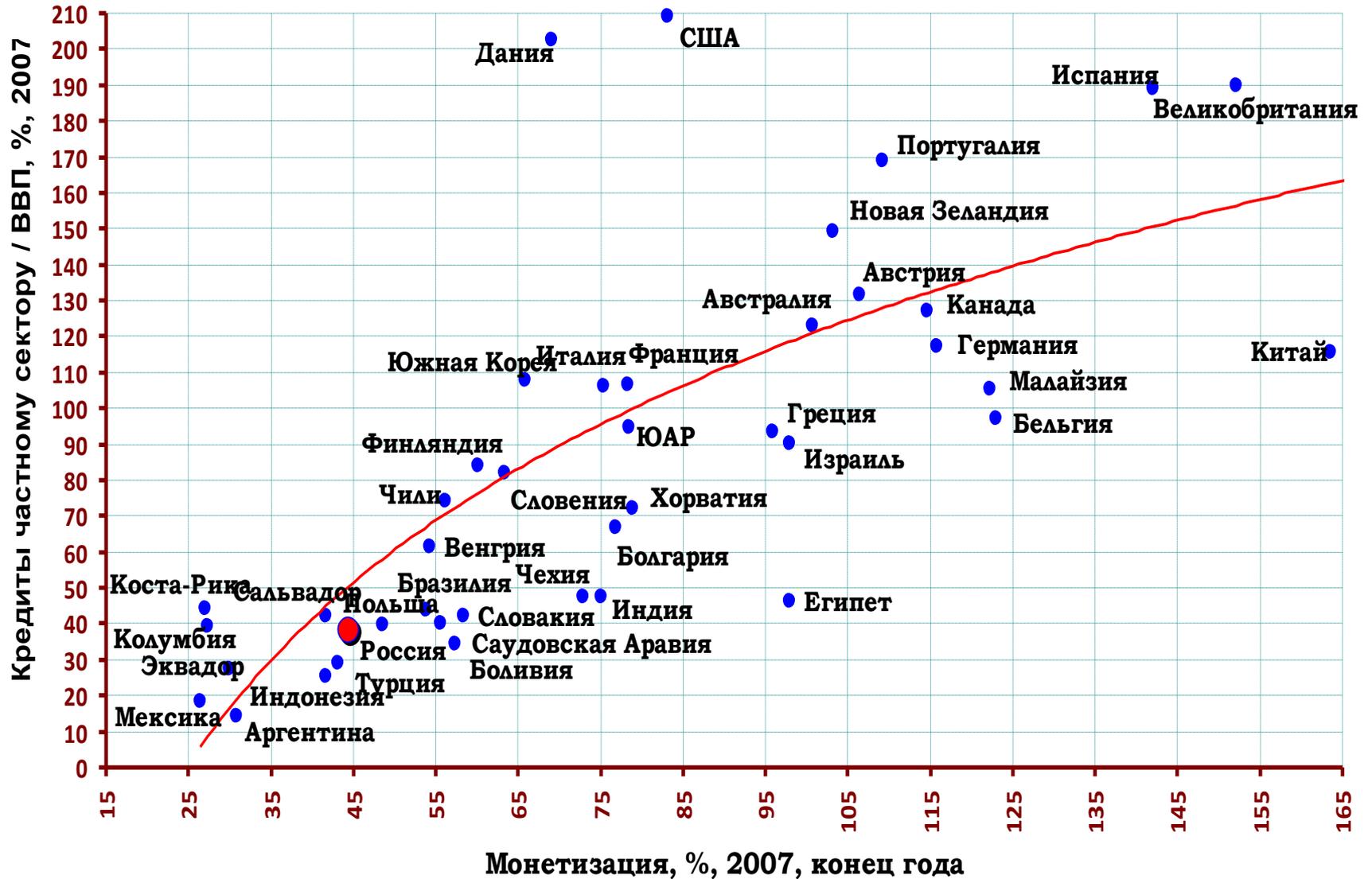
Чем больше финансовая
глубина, чем выше
финансовое развитие,

чем ниже
разбалансированность
финансовых систем,

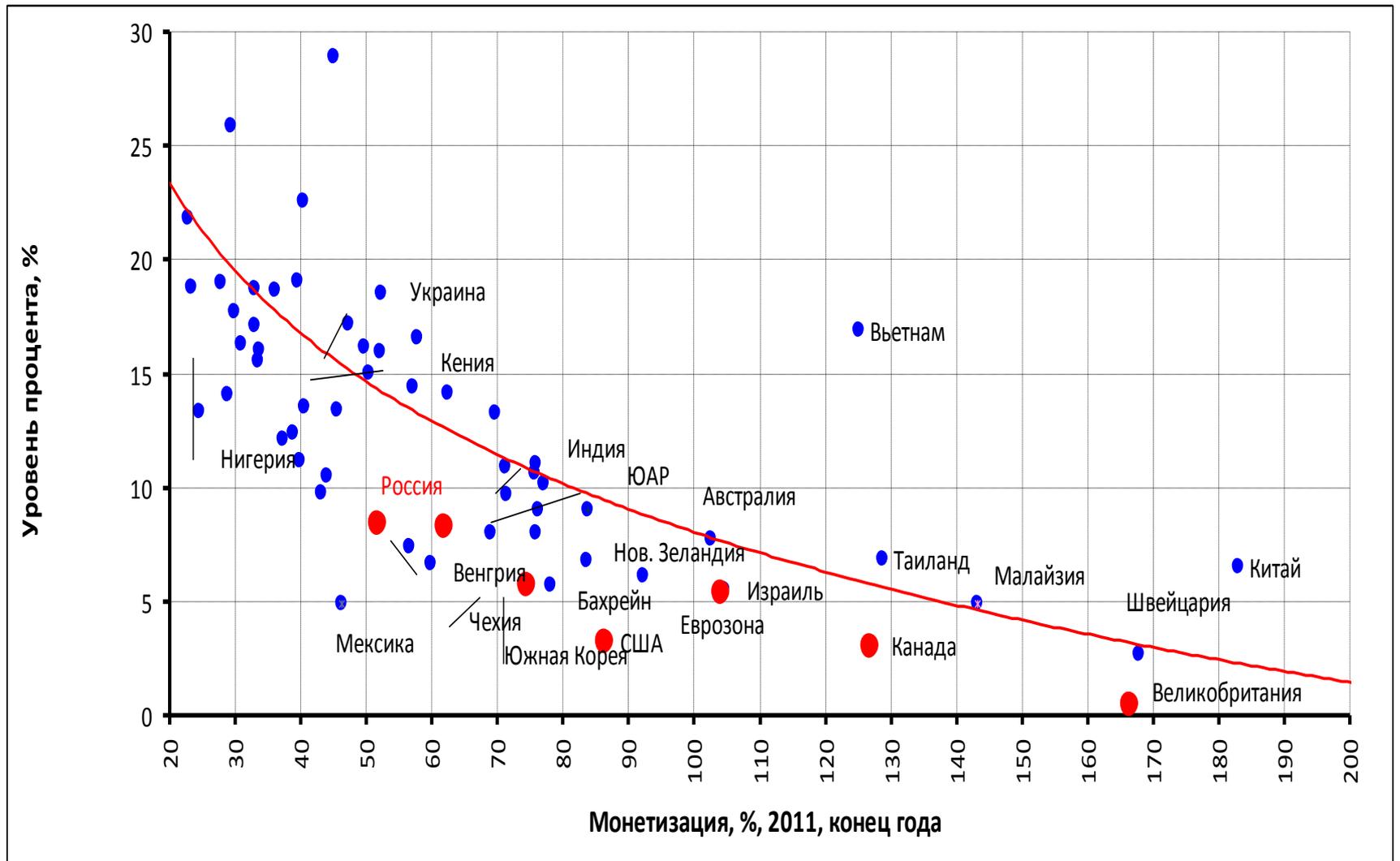


тем более зрелой является
экономика,
тем лучше условия для роста и
длинных инвестиций

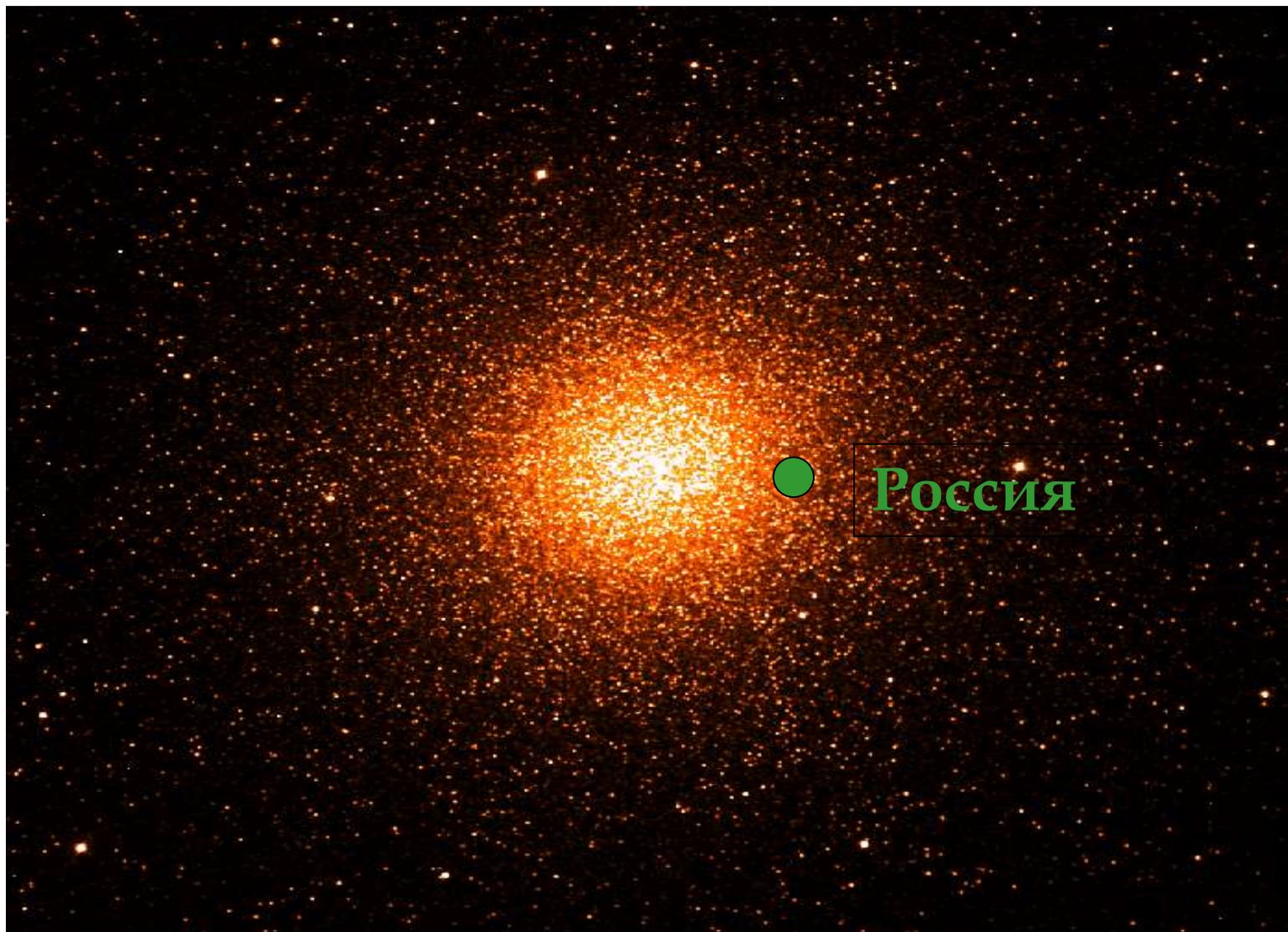
Монетизация → Кредиты → Более развитая экономика



Высокая монетизация = низкий процент



Финансовая глубина (Монетизация, Деньги / ВВП) – 60 – 70-е место в мире



Финансовая глубина (Насыщенность кредитами,
Кредиты / ВВП) -
60 - 70-е место в мире



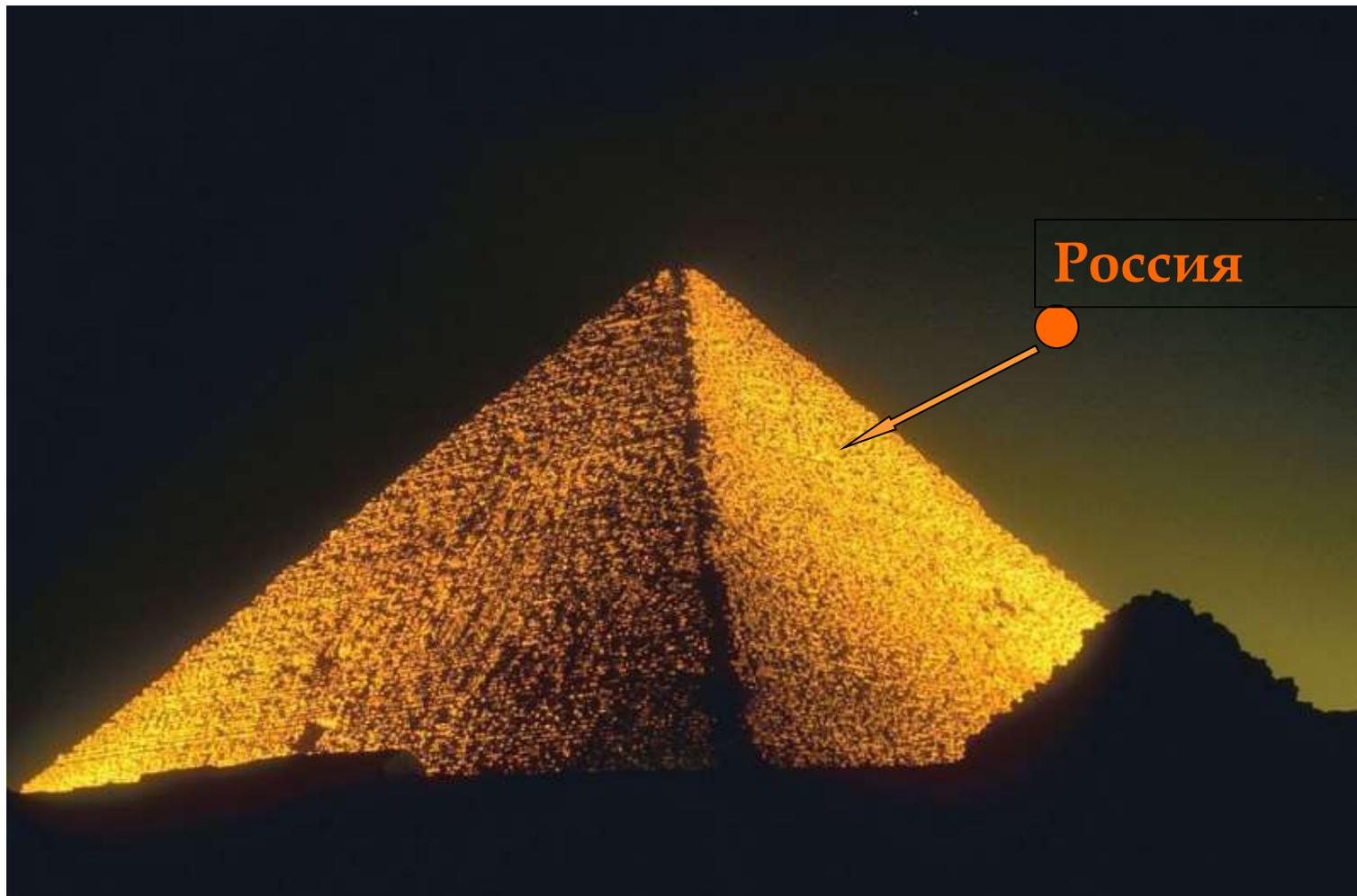
Накопленная инфляция (2000 – 2011, 2000 = 100)

Ниже, чем Россия - 130 – 140 стран



Доходность финансовых активов (процент по банковским ссудам)

Ниже, чем Россия - 55 - 60% стран



Вывод ликвидности из экономики

Россия в 10% стран, имеющих самый высокий индикатор «Международные резервы / ВВП»



Вывод ликвидности из страны

Офшоризация финансов – одна из самых высоких в мире



Показатель, 2010, %	Прямые иностранные инвестиции		Портфельные иностранные инвестиции	
	в Россию	из России	в Россию	из России
Доля оффшоров	79	78	29	69
В т.ч.				
Кипр	36	42	1	12
Карибы	26	16	-	2
Нидерланды, Люксем-бург, Швейцария	14	17	22	34
Ирландия, Нормандские острова	1	1	6	20

*IMF CDIS, SPIS - 2010

**Входим в 25% развивающихся стран, имеющих
наименьший индикатор «Иностранные прямые
инвестиции / Иностранные портфельные
инвестиции»**



Неформальные финансы

Россия в 25% стран, имеющих самую высокую долю наличности в обороте (индикатор «Наличные деньги / Денежная масса»)



ЛАТУР Ж.ДЕ. У РОСТОВЩИКА (ПЛАТЕЖ)

«Ножницы» между номинальным и реальным эффективным валютным курсом



«Ножницы» между номинальным и реальным эффективным валютным курсом

Номинальный эффективный валютный курс - многосторонний валютный курс, определяемый по отношению к средневзвешенному корзинки валют, без корректировки на уровень инфляции в странах происхождения сравниваемых валют

	Динамика реального эффективного курса валюты, %, 1995=100	
	1995	2011
Китай	100,0	119,7
Россия	100,0	176,1
Еврозона	100,0	89,1

	Динамика номинального эффективного курса валюты, %, 1995=100	
	1995	2011
Китай	100,0	123,3
Россия	100,0	31,7
Еврозона	100,0	100,8

Валютный курс выражается в долларах США за одну денежную единицу. Рост индекса означает укрепление национальной валюты (рост ее реального или номинального эффективного курса), снижение индекса – обесценение национальной валюты (падение ее реального или номинального эффективного курса)

Российская финансовая система была волатильнее 50 крупнейших стран во время кризиса 2008 – 2009 гг. -1

Страна	Фондовый индекс*	Фондовый индекс*, 29.12.2008 / 31.12.2007, %	Валютный курс к долл. США, 12.2007 - 02.2009, %	Изменение ВВП в постоянных ценах, 2009 / 2008, %	Инфляция (потребительские цены), 2008, %
Россия	RTS	-71,9	-31,3	-7,90	14,11
Греция	Athex Comp	-67,1	-14,1	-1,96	4,24
Пакистан	KSE	-65,2	-23,3	+3,37	12,00
Норвегия	OSEAX	-63,9	-23,0	-1,43	3,77
Турция	ISE	-63,2	-30,8	-4,69	10,44
Китай	SSEA	-62,5	+6,8	+9,09	5,90
Австрия	ATX	-62,2	-14,1	-3,89	3,22
Индия	BSE	-61,7	-22,3	+5,69	8,35
Венесуэла	IBC	-59,1	0,0	-3,29	30,38
Польша	WIG	-58,8	-33,8	+1,70	4,22
Индонезия	JSX	-58,7	-21,4	+4,55	9,78
Венгрия	BUX	-57,2	-26,3	-6,32	6,07
Бразилия	BVSP	-57,0	-20,8	-0,18	5,67
Австралия	All Ord.	-56,6	-26,8	+1,25	4,35
Бельгия	Bel 20	-55,6	-14,1	-2,65	4,49
Нидерланды	AEX	-54,5	-14,1	-3,92	2,21
Аргентина	MERV	-54,2	-15,4	+0,86	8,59
Чехия	PX	-53,5	-18,7	-4,12	6,34
Швеция	Aff. Gen	-52,2	-29,2	-5,14	3,30
Италия	S&P/MIB	-51,6	-14,1	-5,04	3,50

Российская финансовая система была волатильнее 50 крупнейших стран во время кризиса 2008 – 2009 гг. -2

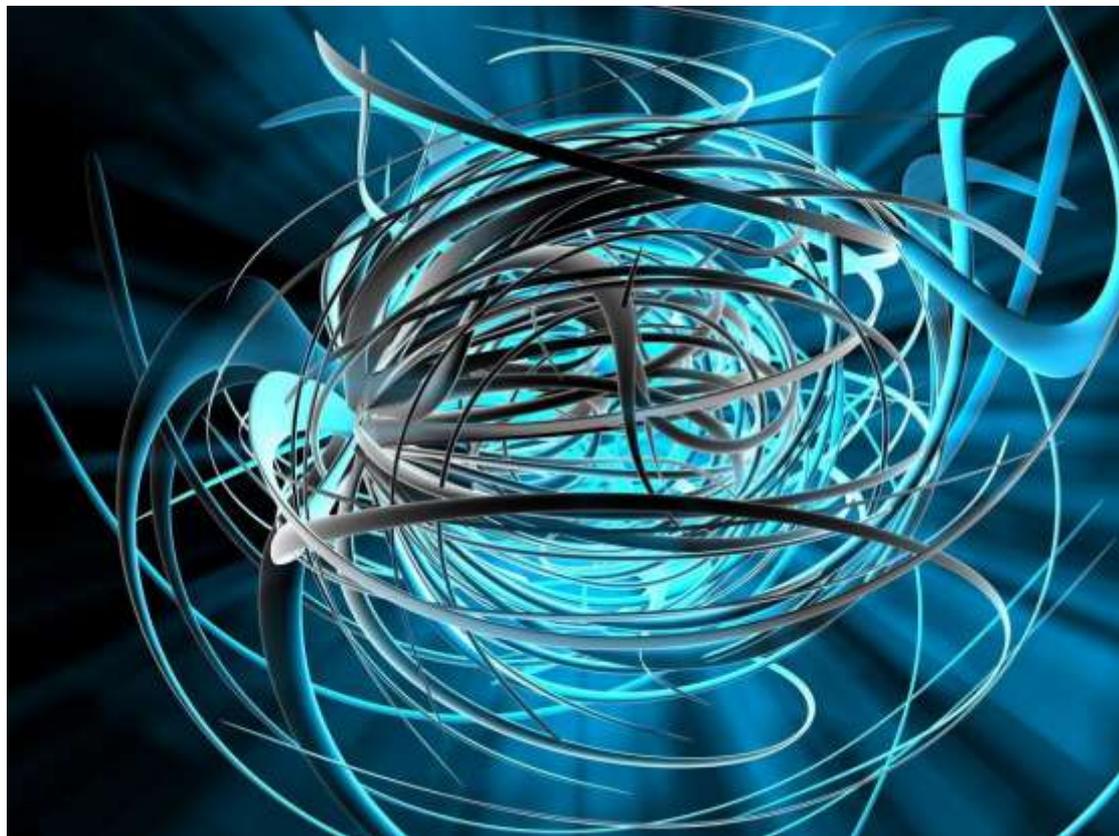
Страна	Процент, 12.2008, %	Изменение международных резервов, 12.2008 / 07.2008, %	Изменение накопленных прямых инвестиций в экономику, 2008 / 2007, %	Изменение накопление портфельных инвестиций в эконо-мику, 2008 / 2007, %
Россия	12,23	-28,3	-56,5	-69,4
Греция	7,43	-6,8	-28,4	-16,5
Пакистан	н/д	н/д	+21,2	+0,3
Норвегия	7,28	-14,5	-20,7	-24,2
Турция	н/д	-6,4	-54,5	-43,0
Китай	5,31	н/д	+24,5	+9,95
Австрия	5,56	-13,4	-1,7	-7,0
Индия	13,31	-16,4	+17,0	-25,2
Венесуэла	22,37	н/д	-0,1	-39,6
Польша	10,45	-26,8	-8,4	25,6
Индонезия	13,60	-14,7	-14,9	-36,5
Венгрия	10,18	+24,4	+26,8	-16,2
Бразилия	47,25	-4,8	-7,1	-43,6
Австралия	8,91	-6,6	-20,7	-25,8
Бельгия	5,67	-7,3	-17,3	-1,0
Нидерланды	4,44	-3,6	-12,2	-17,3
Аргентина	19,47	-2,3	+12,6	-61,8
Чехия	6,25	-2,5	+1,8	-14,7
Швеция	~ 4,00	-10,8	-12,0	-26,8
Италия	6,56	+0,5	-1,7	-23,0

Посткризисный ответ – политика финансового развития, преодоления разбалансированности финансовой системы России



Бессмысленно

**выдергивать только одну составляющую
таргетирование инфляции,
регулирование валютного курса и т.п.**



Финансовое развитие, рост финансовой глубины, «сжатие» дисбалансов по всем направлениям

Снижение (таргетирование) процента,
введение элементов «администрируемого»
процента

Рост (таргетирование) монетизации,
усиление роли рефинансирования банков
как механизма эмиссии

Таргетирование инфляции

Борьба с немонетарной инфляцией

Введение элементов
рационаризуемого кредита
(жилищная ипотека,
микрофинансирование,
аграрный кредит и др.)

Сокращение разрыва между
реальным и номинальным
эффективным курсом рубля
(«наклонный «сужающийся»
коридор»), сбалансированное
ослабление рубля, элементы
администрируемого курса

Оптимизация международных
резервов

Снижение фискальной нагрузки
Взаимодействие с бюджетной, налоговой, ценовой
(тарифной), инвестиционной, антимонопольной
политикой, политикой управления государственным
имуществом, политикой управления
государственным долгом

«Квазирыночные» ограничения
на счет капиталов, лимитирующие
риски «горячих денег»

Резкое усиление поощрения
иностранн¹ых прямых инвестиций

Использовать «репрессированную финансовую систему»?

При таком уровне деформаций только рыночное саморегулирование не способно их убрать

Хирургическое, а не амбулаторное лечение

Политика финансового развития
должна включать в себя
бюджетный / налоговый маневр,
снижение регулятивных издержек



Фискальная нагрузка на экономику

60 - 70% стран имеет меньшую фискальную нагрузку,
чем Россия



Перерегулирование, высокие регулятивные издержки

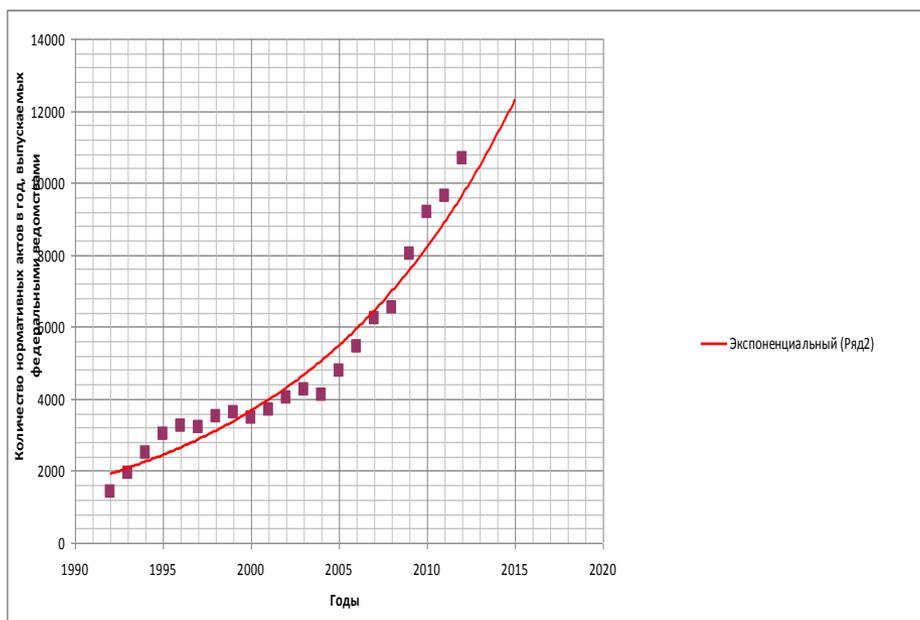
В 2000 – 2011 гг. рост

Числа нормативных актов – в 3,1 раза

Числа учреждений - в 5,1 раза

Численности госаппарата - в 1,5 раза

конечного потребления государства / ВВП



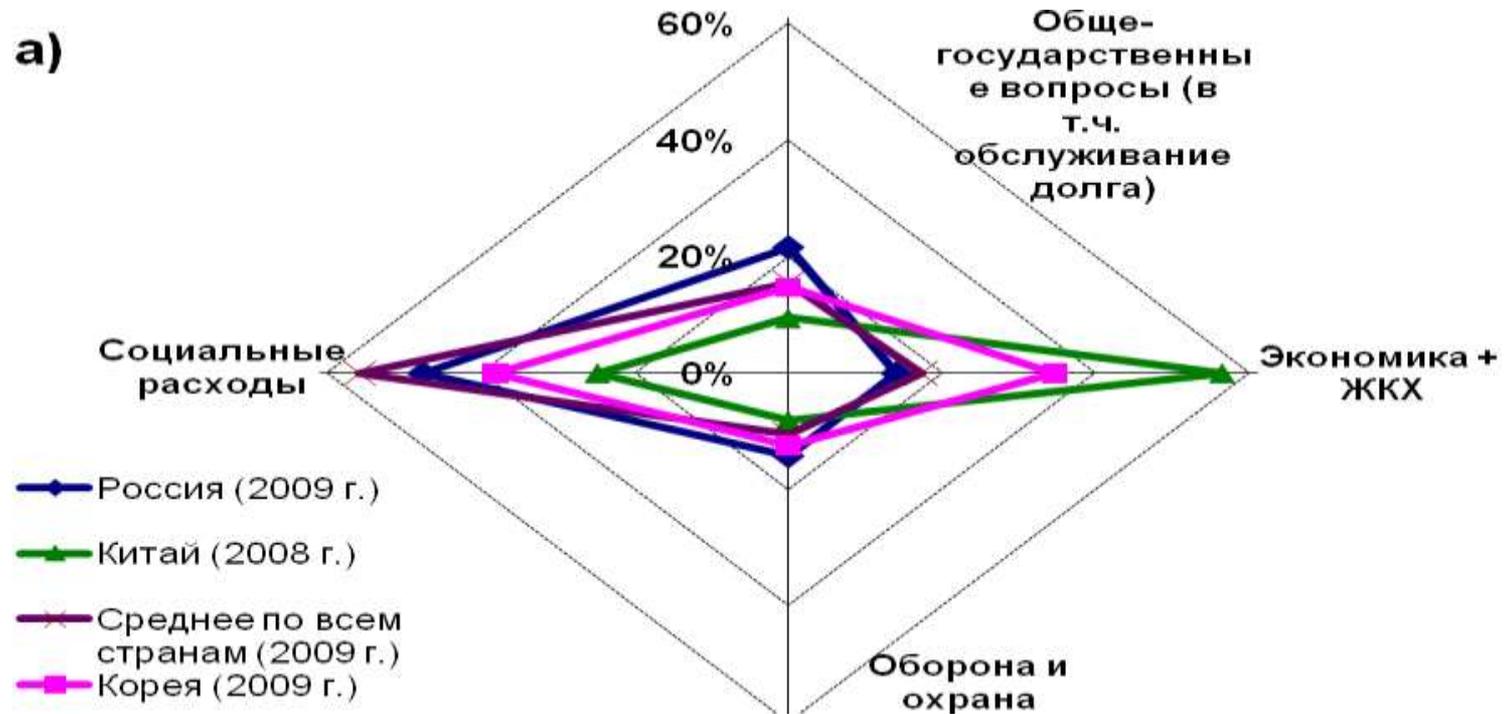
2000 г. - 14,9%

2011 г. - 17,9%

Китай (2011) – 13,3%

Ориентация бюджета на экономику

a)



Маневр:

-дерегулирование

-удешевление государства (конечное потребление до 13 - 14% ВВП)

-неувеличение налоговой нагрузки, осторожность во введении новых налогов

-снижение налоговой нагрузки в части прироста экономики (за счет массовых налоговых стимулов, стимулирующих рост и инвестиции)

-высокая доля расходов на экономику

Политика финансового развития должна
включать в себя
политику диверсификации
собственности



Сверхконцентрация собственности

	Средние компании (выручка от 40 - 50 до 250 - 300 млн. долл. США)	Крупные компании (выручка выше 250 - 300 млн. долл. США)
Доля компаний, имеющих 1 собственника, %	55	41
Доля компаний, имеющих 1 - 3 собственников, %	80	59
Доля компаний, имеющих более 10 собственников, %	< 10	< 10

Следствие – упрощенная финансовая система, меньшая способность финансировать рост

- Главные рынки –
 - долгов,
 - корпоративного контроля
- “Bank-based” вместо “market-based”
- Финансовые рынки, венчурное финансирование, финансовые инновации – резко ограничены

«Уползти» от финансовой структуры развивающейся страны

Страна	Доля финансовых институтов в финансовых активах, %						
	Депозитные институты			Страховые компании	Пенсионные фонды	Совместные фонды, трасты	Институты ценных бумаг и прочие
	Всего	В том числе					
Комм. банки		Другие					
США (2007)	27,7	22,5	5,2	12,8	20,5	24,3	14,7
Алжир (2004)	92,8	92,8		2,8	4,4		
Россия (март 2010)	92,7	92,7		5,7		1,6
Сенегал (2003)	91,3	88,7	2,6	8,7

Стимулирование длинных денег



• Налоговое стимулирование спроса среднего класса на инвестиции в акции (длинные вложения, приоритетные отрасли, доход от капитала)



• Новые классы инвесторов, представляющих население, с налоговыми льготами

- Личные пенсионные счета
- Инвестиционные клубы
- Корпоративные пенсионные планы
- Корпоративные инвестиционные планы
- Корпоративные компенсационные планы (оплата труда акциями)
- Инвестиционные фонды социально ответственного инвестирования (инфраструктура, регионы, здравоохранение и т.п.)
- Религиозное инвестирование
- Компенсационные фонды финансовых СРО



• Налоговая реструктуризация

- Программы опционов для менеджеров и специалистов
- (опционы эмитента)
- Эндаумент-фонды (фонды целевого капитала)
- Благотворительные фонды



Налоговое стимулирование ПИИ (нерезиденты в худшем положении)

**Если же мы добиваемся
«экономического чуда»,
переход в состояние «НОВЫХ
индустриальных стран» – какими
должны быть финансовые
параметры, как «таргетировать»
финансовую политику?**

База сравнения:

**Китай + Индия + 5 стран «экономического чуда»,
находящихся по индексу человеческого
развития выше, чем Россия**

Финансовая политика «экономического чуда» - рост доли накопления в ВВП в 1,5 – 2 раза

Страны, периоды роста	Норма накопления в ВВП в периоды «форсажа», от минимальной к максимальной%
Япония (1960 – 1990 гг.)	29 – 36
Южная Корея (1970 – 1990 гг.)	26 – 37
Сингапур (1970 – 1990 гг.)	32 – 42
Малайзия (1980 – 2000 гг.)	25 – 44
Китай (1990 – 2010 гг.)	25 – 46
Россия (2000 – 2011 гг.)	17 – 25

Финансовая политика «экономического чуда» - последовательное наращивание финансовой глубины, монетизации в 2,5 – 3 раза

Страны, периоды роста	Денежная масса / ВВП, %*	
	Начальная точка периода	Конечная точка периода
Япония (1960 – 1990 гг.)	57,0	109,1
Южная Корея (1970 – 1990 гг.)	28,0	81,4
Сингапур (1970 – 1990 гг.)	66,4	92,4
Малайзия (1980 – 2000 гг.)	52,5	99,5
Китай (1990 – 2010 гг.)	75,9	182,4
Россия (2000 – 2010 гг.)	15,8	43,3

Финансовая политика «экономического чуда» - рост насыщенности экономики долговыми активами в 2 -2,5 раза

Год	Внутренний кредит / ВВП, %				
	Южная Корея	Сингапур	Китай	Гонконг	Индия
1950	х	х	х	х	15,6
1955	х	х	х	х	18,9
1960	9,1	х	х	х	24,9
1963	16,6	7,2	х	х	25,8
1970	35,3	20,0	х	х	24,8
1978	38,4	30,7	38,5	х	36,4
1980	46,9	42,4	52,8	х	40,7
1990	57,2	61,7	86,3	х	51,5
1991	57,8	63,1	88,7	130,4	51,3
2000	79,5	79,2	119,7	136,0	53,0
2009	109,4	93,9	147,5	166,8	72,9
2010	103,2	83,9	172,3	199,0	76,2

Россия 2011 - 46%

Финансовая политика «экономического чуда» - снижение уровня реального ссудного процента в 2 – 2,5 раза

Страны, периоды роста	Ссудный процент (кредиты экономике), %*	
	Начальная точка периода	Конечная точка периода
Япония (1960 – 1980 гг.)	8,17	6,95
Южная Корея (1970 – 1990 гг.)	18,0 (1980)	10,0
Сингапур (1970 – 1990 гг.)	11,7 (1980)	7,36
Малайзия (1980 – 2000 гг.)	11,7 (1987)	7,67
Китай (1990 – 2010 гг.)	9,36	5,81
Россия (2000 – 2010 гг.)	24,4	10,8

Финансовая политика «экономического чуда» - снижение немонетарной инфляции в 2 – 2,5 раза

Годы	Инфляция (Consumer Price Index), %						
	Япония	Южная Корея	Сингапур	Малайзия	Китай	Гонконг	Индия
1953	6,6	х	х	-2,9	х	х	3,1
1960	3,6	х	0,4**	0,1	х	х	0,0
1970	7,7	14,8	0,4	1,8	х	х	4,5
1980	7,8	28,8	8,5	9,0	х	10,9***	11,3
1990	3,1	8,6	3,5	2,6	3,1	10,3	8,8
2000	-0,8	2,3	1,4	1,5	0,3	-3,8	4,0
2009	-1,4	2,8	0,6	0,5	-0,7	0,6	10,9
2010	-0,7	2,9	2,8	1,7	3,3	2,3	12,0

**Россия 2010 – рост цен на 8,8%,
2011 - на 6,1%, 2012 – 6,6%**

Финансовая политика «экономического чуда» - ограничение конечного потребления государства и фискальной нагрузки

Страны, периоды роста	Конечное потребление государства / ВВП, %*	
	Начальная точка периода	Конечная точка периода
Япония (1960 – 1990 гг.)	8,0	13,3
Южная Корея (1970 – 1990 гг.)	9,1	10,5
Сингапур (1970 – 1990 гг.)	11,9	10,1
Малайзия (1980 – 2000 гг.)	16,5	10,2
Китай (1990 – 2010 гг.)	13,6	13,4
Россия (2000 – 2010 гг.)	15,1	18,3

Программа финансового развития (до 2020 – 2025 гг.)

Индикатор	Значение
Монетизация (Широкие деньги / ВВП). Кредиты экономике и населению / ВВП)	> 70 – 80%
Ссудный процент (доступность кредита)	3,5 – 5%
Инфляция	2 – 3%
Разрыв между реальным и номинальным курсом рубля (1995 = 100)	Сокращение в 2 – 3 раза
Системный риск, волатильность (валютный курс, счет капитала, акции)	Снижение в 1,5 – 2 раза
Капитализация рынка акций /ВВП	> 80 – 90%
Доля накопления в ВВП	25 – 28%
Налоговый пресс (Доходы общего правительства / ВВП по кассовым поступлениям)	30 - 32%
Насыщенность ПИИ («Прямые иностранные инвестиции / Портфельные иностранные инвестиции»)	Рост в 2 раза
Использование рубля в международном обороте	Увеличение в 1,5 – 2 раза

Благодарю за внимание

Вопросы?