

Следующий этап финансовых реформ для Индии

Эсвар Прасад и Рагурам Раджан

ЭКОНОМИКА в Индии в последние годы растет большими скачками, и страна постепенно превращается в крупную мировую экономическую державу. После периода 1980-х и 1990-х годов, когда темпы роста едва дотягивали до 4–5 процентов ВВП в год, в текущем десятилетии рост экономики резко ускорился, и с 2005 года среднегодовые темпы роста составляют 8,5 процента (см. рис. 1). Задача сейчас заключается в сохранении этого импульса и обеспечении связанных с ним благ и экономических возможностей для широких слоев населения.

Финансовая система Индии, включающая ее банки, фондовые рынки, рынки облигаций и несметное число других финансовых учреждений, представляет собой важный

фактор будущей траектории экономического роста страны. Способность финансовой системы преобразовывать национальные сбережения и иностранный капитал в продуктивные инвестиции и оказывать финансовые услуги (платежные, сберегательные, страховые, пенсионные) подавляющему большинству домашних хозяйств будет влиять на экономическую, а также социальную стабильность.

Поскольку финансовые организации и структуры регулирования в Индии развивались постепенно, настало время предпринять более согласованный рывок в сторону следующего поколения финансовых реформ. Растущая и все более усложняющаяся рыночная экономика и ее усиливающаяся интеграция с глобальной торгово-финансо-

В новом докладе предлагается перестроить финансовую систему Индии с целью укрепить основы экономического роста

Торговый центр в Восточной Индии.



вой системой потребует более емких, эффективных и надежно регулируемых финансовых рынков.

Эти соображения побудили правительство Индии учредить комитет высокого уровня, состоящий из группы видных представителей финансового сектора, деловых и научных кругов и разработчиков политики, для разработки плана проведения финансовых реформ. По прошествии более чем шести месяцев напряженной работы комитет недавно представил правительству свой окончательный доклад (http://planningcommission.nic.in/reports/genrep/report_fr.htm). В данной статье приводится краткое изложение основных выводов, сделанных в докладе, и рассматриваются его рекомендации.

Три основных вывода

В прошедшие годы существовало много других государственных комитетов, которые занимались конкретными аспектами

финансовых реформ в Индии, но это первый комитет, которому поручено «выработать комплексную программу развития финансового сектора». В докладе действительно указывается, что существуют глубокие взаимосвязи между различными реформами, включая более широкие реформы денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, и признается, что они важны для достижения реального прогресса.

В докладе делается три основных вывода. Во-первых, финансовая система Индии не обеспечивает надлежащими услугами большинство отечественных розничных клиентов, малых и средних предприятий или крупных корпораций. Государственная собственность на 70 процентов банковской системы и препятствия росту рынков корпоративных долговых и производных финансовых инструментов не позволяют развиваться финансовому сектору. Это неизбежно станет препятствием высокому экономическому росту.

Во-вторых, финансовый сектор — если он должным образом регулируется, но свободен от излишне строгого государственного контроля, тормозившего развитие некоторых рынков и не позволявшего другим участникам стать конкурентоспособными и эффективными, — способен привести к появлению миллионов столь необходимых рабочих мест и, главное, может сыграть роль мощного мультипликатора экономического роста.

В-третьих, в условиях существующих неопределенностей финансовая стабильность становится как никогда важной для того, чтобы оградить экономический рост от негативного воздействия шоков, особенно зарождающихся за рубежом. Хотя экономика Индии успешно пережила Азиатский кризис и недавний кризис на рынке непервоклассных ипотек, многое еще предстоит сделать, чтобы упрочить стабильность и устойчивость финансовой системы.

Текущее состояние дел

В докладе указывается, что финансовая система Индии добилась существенного прогресса в последние годы. В частности, фондовые биржи Индии успешно развивались, и стали важным источником финансирования для предприятий и альтернативным сберегательным инструментом для домашних хозяйств. Капитализация фондового рынка значительно повысилась, — чему способствовал приток финансовых средств из-за рубежа, — а техническая инфраструктура торговли акциями находится на самом современном уровне (см. рис. 2).

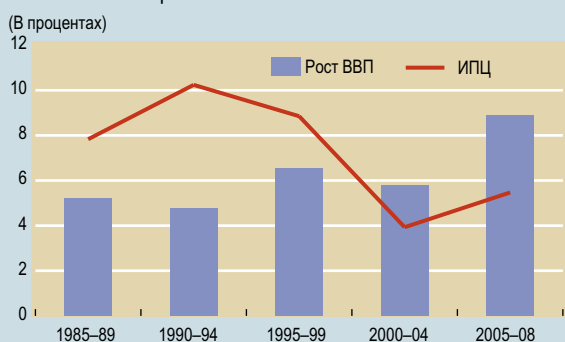
Правительство Индии приняло ряд мер для усовершенствования банковской системы. Банковские реформы, начало которым было положено почти два десятилетия тому назад, повысили эффективность банковской системы, а отношение необслуживаемых кредитов к депозитам составляет примерно 1 процент, то есть является очень низким. Многие банки государственного сектора стали весьма прибыльными и высоко капитализированными, и они сосуществуют с динамично развивающейся частной банковской системой.

Однако в том что касается общей емкости финансовой системы, то есть ее размера относительно объема экономики, Индия проигрывает в сопоставлении с другими странами, причем даже с большинством других стран с формирующимся рынком на аналогичной стадии развития. Несмотря на очевидную прочность банковской системы отношение кредита частному сектору к ВВП остается низким по международным стандартам (см. рис. 3). Некоторые из ограничений, налагаемых на банковскую систему, и стимулы для банков держать государственные облигации вместо предоставления кредитов тормозят развитие кредитования. Соответственно, среднее отношение кредитов к депозитам в банковской системе Индии значительно ниже, чем в большинстве других стран.

Рисунок 1

Хорошее сочетание

До недавнего времени Индия имела высокие темпы экономического роста в сочетании с низкой инфляцией в текущем десятилетии, хотя в настоящее время цены вновь начинают расти.

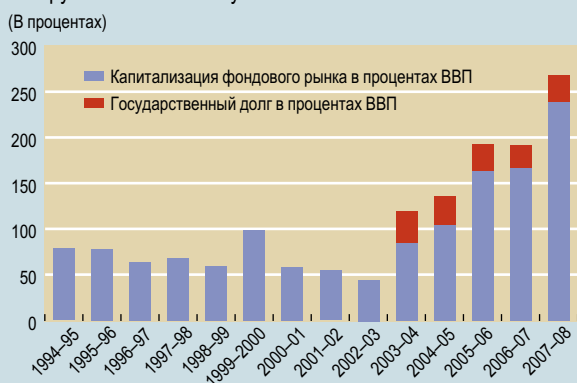


Источники: CEIC; МВФ, «Международная финансовая статистика»; расчеты авторов.

Рисунок 2

Резкий рост цен на акции

Быстрое расширение фондовых рынков Индии способствовало росту корпораций, однако рынки долговых инструментов остаются узкими.



Источники: CEIC; расчеты авторов.

Примечание. На настоящем графике показаны только свободно обращающиеся государственные долговые инструменты (разбивка за период до 2003–2004 годов отсутствует). Задолженность корпораций ничтожно мала в избранном масштабе и поэтому не показана на графике. Учет макроэкономических данных в Индии ведется на основе финансового, а не календарного года.

Рынок государственных облигаций представляется крупным — государственный долг составляет приблизительно 70 процентов от ВВП, — однако значительная часть государственных облигаций находится в авуарах банков в силу требования, налагаемого «законодательно установленным коэффициентом ликвидности», и не обращается на рынке. Рынок корпоративных облигаций остается крайне слабо развитым, и его общая капитализация составляет менее 10 процентов от ВВП. Налагаемые органами регулирования ограничения также препятствуют развитию рынков некоторых производных финансовых инструментов, особенно валютных производных инструментов.

Отсутствие этих рынков болезненно ощущается с усилением открытости счета операций с капиталом Индии и может привести к большей краткосрочной волатильности валюты. Индия рассматривается как привлекательное место вложения иностранного капитала, и в результате этого в последние годы имел место крупный приток по различным каналам, особенно через портфельные инвестиции иностранных инвесторов в акции (см. рис. 4). Финансовая система сталкивается со все возрастающими трудностями при проведении посреднических операций с растущими объемами иностранного, а также отечественного капитала, стремясь эффективно направлять его в наиболее продуктивные инвестиции. В то же время важно, чтобы потенциал и навыки регулирования финансовых рынков не слишком отставали от происходящих на них инноваций.

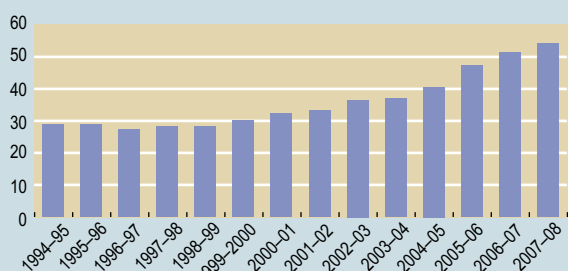
Очевидно, что в сфере финансовых реформ имеются большие задачи, связанные с их проведением. Начнем с рассмотрения общей картины.

Рисунок 3

Ниже своего потенциала

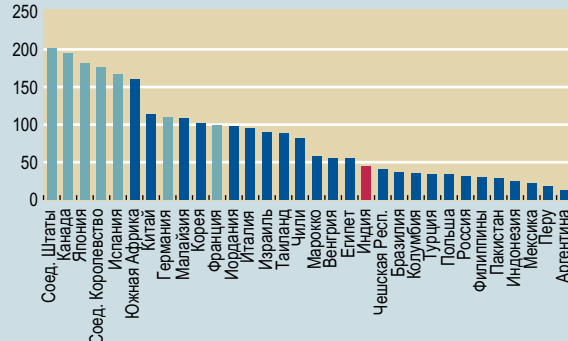
Банковское финансирование в Индии повышается ...

(Кредит частному сектору относительно ВВП, в процентах)



... однако глубина финансового рынка остается низкой по международным меркам.

(Кредит частному сектору относительно ВВП, в процентах, 2006 год)



Источник: Всемирный банк, «Показатели мирового развития».

Тонкая настройка макроэкономической политики

Почему макроэкономическая политика имеет значение для финансовых реформ? Связи между макроэкономическим управлением и развитием финансового сектора являются глубокими и двусторонними. Дисциплинированная и предсказуемая денежно-кредитная, налогово-бюджетная и долговая политика служит основой для реформ в финансовом секторе. Надежно функционирующая финансовая система, в свою очередь, важна для обеспечения эффективного воздействия мер макроэкономической политики.

Каковы бы ни были ее недостатки, макроэкономическая политика Индии обеспечила высокий экономический рост и, до недавнего времени, стабильные темпы инфляции. Зачем пытаться исправить то, что работает нормально? Да потому, что, вспоминая цитату из Боба Дилана, «времена меняются».

Трансграничные потоки капитала, идущие в обоих направлениях, возросли и, вероятно, будут оставаться высокими и волатильными, что крайне осложняет проведение денежно-кредитной политики, так как эти потоки влияют на внутреннюю денежную массу, обменный курс и т.д. Восстановление контроля над движением капитала не является оптимальным вариантом; даже существующие меры контроля теряют свою эффективность, так как изворотливые инвесторы всегда найдут способы обойти их. Единственной жизнеспособной альтернативой является принятие предсказуемых и последовательных мер политики, которые, по крайней мере, не порождают волатильности и позволяют разработчикам политики быстро и гибко реагировать на возникающие шоки.

Каковы возможные варианты денежно-кредитной политики, особенно в настоящее время, когда требования к ней возрастают, поскольку экономика становится все более открытой и подверженной более широкому кругу внутренних и внешних шоков? Резервный банк Индии (РБИ), который является центральным банком страны, успешно выполняет многочисленные возложенные на него функции, сохраняя разумный контроль над инфляцией, управляя определенным давлением на обменный курс и справляясь с притоком капитала в условиях сильного экономического роста. Однако существует опасность того, что, осуществляя такое маневрирование, он достиг пределов возможного. Недавняя волатильность курса рупии послужила поводом для новых призывов к бо-

Рисунок 4

Большой приток

Индия привлекает высокие объемы портфельных инвестиций из-за границы.

(В млрд долл. США)



Источники: CEIC; расчеты авторов.

лее активному управлению курсом со стороны RBI, что становится все труднее осуществлять по мере усиления открытости счета операций с капиталом. Устойчивые интервенции на валютном рынке могут также порождать нереалистичные ожидания в отношении способности RBI решать множественные задачи с помощью всего одного инструмента.

Сосредоточение внимания на одной задаче — поддержании низкой и стабильной инфляции — в конечном итоге является лучшим способом обеспечения макроэкономической и финансовой стабильности с помощью денежно-кредитной политики. Это не означает, что требуется пожертвовать экономическим ростом или игнорировать эту цель. В действительности, эффективно сдерживаемые инфляционные ожидания могут быть лучшим катализатором экономического роста, который может обеспечить денежно-кредитная политика. В противоположность тому, что могут считать некоторые наблюдатели, в долгосрочной перспективе компромисса между экономическим ростом и инфляцией не существует, и попытка сконструировать такой компромисс в рамках денежно-кредитной политики может оказаться опасным делом. Резюмируя вышесказанное, достижение целей в отношении инфляции может в действительности обеспечить большую эффективность денежно-кредитной политики и усилить возможности RBI, а не ограничивать их.

Налогово-бюджетная политика Индии также нуждается в пересмотре. Был достигнут воодушевляющий прогресс в сокращении бюджетного дефицита, но, возможно, это является лишь циклическим улучшением в результате сильной экономики. Последние события, такие как прощение правительством платежей по определенным сельскохозяйственным кредитам и растущие субсидии на нефть, вызывают серьезную обеспокоенность тем, что надлежущая налогово-бюджетная политика может пасть жертвой избирательного цикла. Крупный дефицит повышает опасность будущей инфляции и может также поглощать фонды, которые в противном случае были бы доступны для частных инвестиций.

Размер дефицита государственного бюджета также важен для финансовых реформ, так как дефицит частично финансируется путем принятия мер, побуждающих банки приобретать государственные облигации. Долговременное снижение бюджетного дефицита и потребностей государственного сектора в займах, таким образом, важно для уменьшения ограничений на денежно-кредитную политику (так как перспектива крупного дефицита затрудняет управление инфляционными ожиданиями) и позволяет продолжать проводить реформы в финансовом секторе, особенно банковские реформы.

Обеспечение широкого охвата финансовыми услугами

В прочной финансовой системе нет большого резона, если большинство людей не могут ею пользоваться. Обеспечение широкого охвата финансовыми услугами — что означает не только предоставление кредитов, но и оказание других финансовых услуг, например предоставление сберегательных и страховых продуктов — является ключевым приоритетом, особенно в сельской местности в Индии. Почти три четверти домашних хозяйств в сельской местности не имеет доступа к формальным источникам кредитования и не располагает инструментами для страхования от неблагоприятных событий, таких как падение урожая из-за плохих погодных условий. Но эта проблема присуща не только сельской местности. Свыше одной трети бедных домашних хозяйств не имеет доступа к формальным банковским услугам, в результате чего они уязвимы перед неформальными посредниками, например лицами, занимающимися отмыванием денег, а эффективность

распределения государственных трансфертов падает. В то же время недоступность финансирования и страхования ограничивает предпринимательскую деятельность.

Требования о предоставлении обязательного объема кредитов «приоритетным» секторам, пользующихся расположением правительства, и применение лимитов процентных ставок для малых ссуд, особенно сельскохозяйственному сектору, могут быть вызваны благими намерениями, но в результате они скорее ограничивают, а не улучшают доступ к институциональному финансированию. Банки не испытывают стимула расширять кредитование, когда цена малых ссуд фиксируется в приказном порядке. Частично вследствие этого почти половина кредитов, которыми пользуются лица, относящиеся к нижней четверти шкалы доходов, были получены ими от неформальных кредиторов под процентные ставки, составляющие более 36 процентов в год, что намного превышает предписываемую банкам процентную ставку, которая более чем вдвое ниже этого уровня.

Согласно докладу, решение проблемы — не в увеличении вмешательства, а в расширении конкуренции между формальными и неформальными финансовыми институтами и уменьшении ограничений для первых. Например, освобождение процентных ставок с последующим введением стимулов для банков выдавать кредиты приоритетным секторам, таким как сельское хозяйство (вместо того, чтобы требовать это в приказном порядке), может привести к увеличению кредитных ресурсов, поступающих в эти сектора, причем более эффективными способами. Если разрешить большему числу банков — особенно малых, высоко капитализированных и эффективно управляемых частных банков — проводить операции с розничными клиентами и оказывать им услуги, это также приведет к расширению доступа к финансированию, которое при этом станет более гибким и в большей степени будет соответствовать местным потребностям.

Равные условия

Учитывая размеры банковской системы Индии и ее преобладающую роль в финансовой системе, банковские реформы являются краеугольным камнем всей программы реформ. Банковская система Индии — это своего рода «большая сделка», в рамках которой банки получают доступ к дешевым депозитам, но взамен несут определенные социальные обязательства, такие как кредитование приоритетных секторов и финансирование правительства путем покупки государственных облигаций. Это не жизнеспособная система, так как льготы банков, включая государственные банки, сокращаются, а налагаемые на них ограничения, такие как кредитование приоритетных секторов, которое часто определяется политическими, а не экономическими соображениями, нарастают.

Сохранение государственной собственности на крупную долю банковской системы не обеспечивает эффективности. Моментальная приватизация нереалистична и даже нежелательна, но многое может быть сделано уже сейчас для облегчения перехода к более эффективной банковской системе. Одной из таких мер могло бы быть создание более сильных и более независимых правлений, возможно, при крупном стратегическом участии частных инвесторов, которые могли бы более эффективно и при меньшем государственном вмешательстве управлять крупными государственными банками. Другой мерой могло бы стать разрешение на слияние банков, особенно для поглощения малых неэффективных банков. Другие меры, такие как предоставление банкам свободы действий в открытии филиалов и банкоматов при менее обременительных лицензионных ограничениях, могли бы

обеспечить более широкий рост, вхождение на рынок новых учреждений и большую конкуренцию в банковской системе.

Приведение регулирования в соответствие с нововведениями

Проблемы рынка непервоклассных ипотек в США высветили необходимость в эффективном регулировании даже на наиболее развитых финансовых рынках. Эффективное регулирование является особенно важным в нарождающейся, но растущей быстрыми темпами финансовой системе. Правительство может сыграть важную роль, обеспечив ясность «правил игры» и их достаточную гибкость для управления финансовыми нововведениями, не создавая им непреодолимых препятствий.

Например, обеспечение развития рынков валютных производных финансовых инструментов поможет отечественным фирмам, имеющим риски, связанные с международной торговлей, защитить себя от курсовых колебаний. Однако при этом создаются определенные риски того, что иностранные инвесторы будут использовать эти рынки для спекулятивных атак на валюту, и на отечественные фирмы будут возложены обвинения в том, что они приобретают производные инструменты, недостаточно полно понимая их механизм. Решение проблемы заключается не в том, чтобы препятствовать развитию этих рынков, а в том, чтобы сделать их более прозрачными, ввести для участников единые нормы раскрытия информации и предотвратить мошенничество. Можно ли устранить все риски? Конечно нет, но, безусловно, существуют способы сместить баланс между выгодами и рисками в пользу первых.

Как и во многих других странах, многие фирмы, занимающиеся оказанием финансовых услуг в Индии, в настоящее время работают на различных финансовых рынках (например, страховых и банковских рынках, рынках взаимных фондов), и эти рынки становятся все более взаимосвязанными. Эти тенденции означают, что регулирование каждого рынка в отдельности уже не является надлежащим подходом. Текущая ситуация такова, что в одних областях существует по несколько органов регулирования, в то время как в других они отсутствуют. Многие органы регулирования, работающие в специализированных областях, обычно концентрируют внимание на узком круге вопросов, в результате чего надзор за финансовыми фирмами не ведется.

Хотя переход к единому органу регулирования в условиях Индии может быть преждевременным, многое может быть сделано в рамках даже существующей системы для улучшения координации и четкого разграничения обязанностей между различными органами регулирования. Кроме того, вместо того чтобы концентрировать внимание на многочисленных и подчас архаических правилах, безусловно, имеет смысл, чтобы органы регулирования уделяли основное внимание более широкой структуре рисков, особенно в рамках их взаимодействия с крупными системно важными финансовыми конгломератами. Такое регулирование, основанное на определенных принципах, будет в большей мере благоприятствовать быстро формирующимся финансовым рынкам, и его легче адаптировать к изменяющимся условиям.

Потенциальные риски внезапного сильного падения цен на акции заставляют центральный банк и органы регулирования проявлять крайнюю осторожность, что, видимо, не лишено оснований. Однако чрезмерная осторожность сама по себе не является добродетелью. Она может препятствовать росту рынков, с тем чтобы они могли поглощать шоки, и тормозить нововведения, такие как раз-

витие новых рынков и финансовых инструментов. Она может даже усиливать финансовую напряженность (и оказать отрицательное воздействие, когда система подвергнется такому стрессу), если органы регулирования будут концентрировать внимание на жестком наборе правил, вместо того чтобы шире подходить к открытым позициям контролируемых ими учреждений на финансовом рынке.

Взаимосвязи и небольшие меры

Учитывая столь многочисленные задачи, с чего следует начать? Многие необходимые реформы в действительности тесно взаимосвязаны. Например, представляется целесообразным создать равные условия для банков и небанковских финансовых корпораций, ослабив требования к банкам финансировать приоритетные сектора и правительство. Однако осуществление этих изменений, в то время как правительство продолжает испытывать огромные потребности в финансировании, в отсутствие более единообразного и гибкого режима регулирования, может быть рискованным делом.

Взаимосвязанными оказываются не только финансовые, но и более широкие макроэкономические реформы, и в силу этого отдельные меры в финансовом секторе могут усилить друг друга. Например, если разрешить иностранным инвесторам более свободно оперировать на рынках корпоративных и государственных долговых инструментов, можно повысить ликвидность этих рынков, обеспечив финансирование для инвестиций в инфраструктуру, и сократить банковское финансирование государственного долга. Этим можно также создать дополнительный буфер для рисков в экономике.

Если концентрировать внимание только на общих условиях, то, учитывая богатый и сложный политический процесс в Индии, можно затормозить развитие всего дела. Поэтому в докладе перечисляется также ряд конкретных мер, которые могут продвинуть процесс реформ и создать определенный импульс, как только люди увидят соответствующие выгоды. Многие из них являются менее противоречивыми, но, в любом случае, потребуют определенной решительности со стороны разработчиков политики для их реализации. Например, перевод требований по торговой дебиторской задолженности в электронную форму и создание структуры для их продажи подобно коммерческим ценным бумагам, может значительно повысить объем кредитных ресурсов, доступных малым и средним предприятиям.

Мы полагаем, что при синхронизации с другими мерами политики реализация плана реформ в финансовом секторе, приводимого в данном докладе, может значительно усилить экономический рост, а также существенно поспособствовать устойчивости этого роста, как с экономической, так и политической точки зрения. С другой стороны, отказ от реформ не только будет означать упущенные возможности, но станет огромным источником риска для экономики. ■

Рагурам Раджан — профессор финансов Высшей школы бизнеса Чикагского университета; работал председателем Комитета по реформе в финансовом секторе. Эсвар Прасад — старший профессор торговой политики Корнелльского университета; являлся членом исследовательской группы данного комитета.

В число других членов группы, участвовавших в составлении доклада, входили Раджеш Чакрабартти (Школа бизнеса Индии), Винай Д'Коста (Банк ICICI), Оджай Шах (NIPFP, Дели), профессор Джайант Варма (ИМ, Ахмадабад) и Сонна Варма (Банк ICICI). Полный список членов комитета и составителей доклада приводится в предисловии к докладу.