

УДК 336.02

Ключевые слова:

государственная финансовая политика,
система финансовых рисков,
классификация финансовых рисков,
финансовый риск-менеджмент

В. А. Слепов, д. э. н., проф.,

заслуженный деятель науки Российской Федерации,
заведующий кафедрой финансов и цен Российского
экономического университета имени Г. В. Плеханова
(e-mail: vlslepov@yandex.ru)

А. Ф. Арсланов, к. э. н.,

главный специалист Первого Чешско-Российского банка
(e-mail: arslanoff@gmail.com)

Риски национальной финансовой политики

Национальная финансовая политика — это система мер, осуществляемых органами государственной власти в денежно-кредитной, бюджетной сферах и на финансовом рынке. Интегральный подход к трактовке национальной финансовой политики позволяет раскрыть современные факторы ее формирования, выявить значение координации мер по ее осуществлению, реализуемых конкретными структурами, определить специфику финансовой политики государства в условиях глобализации мировой экономики.

В современных условиях ведущим фактором, определяющим особенности и направления дальнейшей эволюции национальной финансовой политики, выступает макроэкономическая неопределенность, обусловленная глобальным финансово-экономическим кризисом. Под макроэкономической нестабильностью понимается динамическая изменчивость основных тенденций хозяйственной конъюнктуры под влиянием внешних и внутренних факторов.

Одной из важнейших особенностей финансовой политики в условиях финансовой глобализации и макроэкономической нестабильности являются риски, связанные с ее реализацией. Под риском понимается вероятностное событие, способное негативно повлиять на реализуемую политику и предопределить необходимость ее корректировки. Эти риски способны не только снизить эффективность осуществляемых мер, но и привести к невыполнению задач, поставленных в рамках такой политики. При всем многообразии экономической литературы по финансовым рискам в ней практически нет работ, посвященных исследованиям рисков в области государственной финансовой политики.

КЛАССИФИКАЦИЯ РИСКОВ ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ

Критериями классификации рисков финансовой политики выступают: сфера проявления риска, его влияние на конкретный элемент финансовой политики, объективный или субъективный характер возникновения рисков, длительность проявления риска, уровень его угрозы и степень прогнозируемости.

По критерию сферы проявления выделяются риски, возникающие и реализуемые в мировой и национальной финансовой системах. Они способны проявиться в экономиках других стран, в первую очередь ведущих, а также в международной

экономической и финансовой системах. Механизм переноса таких рисков из страны в страну связан с мировыми потоками товаров и капиталов, функционированием международных рынков, деятельностью транснациональных корпораций и банков.

В соответствии с критерием влияния на конкретный элемент финансовой политики могут быть выделены риски, связанные с проведением денежно-кредитной и бюджетной политики, а также при регулировании финансового рынка и его конкретных сегментов.

Критерий объективного или субъективного характера возникновения рисков дает возможность охарактеризовать риски, возникающие вследствие циклического и научно-технического развития, а также риски, связанные с реализацией конкретных мер политики соответствующими структурами — центральными банками, министерствами финансов, мегарегулятором финансового рынка.

По критерию длительности проявления выделяются риски, носящие кратко-, средне- и долгосрочный характер и требующие соответствующих инструментов управления.

Уровень угрозы как критерий классификации позволяет выявить риски, нейтрализация которых потребует использования традиционных инструментов финансовой политики, а также риски, для управления которыми необходимо применение специфических инструментов. К первой группе инструментов, в частности, относятся изменение ставки рефинансирования, девальвация, рост денежной базы, изменение налогового бремени, рост государственного долга. Нетрадиционные инструменты, используемые в условиях глобального кризиса: снижение ставки рефинансирования до значения, близкого к нулевому, количественное смягчение, т. е. покупка государственных и частных ипотечных облигаций (ипотечные облигации выкупались в начале проведения политики количественного смягчения и потому выступают неотъемлемой ее частью за счет дополнительной денежной эмиссии).

В соответствии с критерием прогнозируемости выделяются риски, определяемые с использованием ранее апробированных (традиционных) и специфических методов диагностики. К первой группе рисков, в частности, относятся неблагоприятный инвестиционный климат, избыточная долговая нагрузка на домашние хозяйства, компании, государство, неэффективность налоговой системы, отток капитала за рубеж, низкая капитализация коммерческих банков. Риски, которые могут быть выявлены с использованием ранее неапробированных, специфических методов диагностики, — это риски создания специализированных структур для скупки обесценившихся, «токсичных» банковских активов, а также риски, связанные с международной координацией финансовой политики.

Таблица

Критерии классификации и виды рисков реализации финансовой политики

№№	Критерии классификации	Риски
1	Сфера проявления	— внутренние — внешние
2	Влияние на конкретный элемент финансовой политики	— проведения денежно-кредитной политики — проведения бюджетной политики — регулирования финансового рынка
3	Объективный или субъективный характер возникновения	— возникающие вследствие циклического и научно-технического развития экономики — возникающие при реализации конкретных мер финансовой политики
4	Длительность проявления	— краткосрочного характера — среднесрочного характера — долгосрочного характера
5	Уровень угрозы	— требующие применения традиционных инструментов управления — требующие применения специфических инструментов управления
6	Степень прогнозируемости	— выявляемые с использованием ранее апробированных методов диагностики — выявляемые с использованием специфических методов диагностики

Источник: составлено авторами.

Все многообразие рисков может быть сведено к экзогенным рискам, вызываемым внешними факторами, и эндогенным рискам, обусловленным внутренними причинами.

Экзогенные риски

К таким рискам относятся:

- проявление цикличности мирового экономического развития;
- нестабильность основных мировых рынков — валютного, кредитного, фондового;
- избыточная денежная ликвидность в основных мировых валютах.

Один из основных экзогенных рисков — проявление цикличности мирового экономического развития, предопределяемой особенностями научно-технического прогресса. Такая цикличность выражается в изменениях структуры совокупного спроса, формирующегося в мировой экономике и, соответственно, в структуре мирового экспорта и импорта. Подобные изменения вызывают смену лидеров среди ведущих стран-экспортеров. Смена тенденций мирового научно-технического развития вызывает становление новых технологических укладов в одних странах и кризисные явления в других. В последнем случае происходит распространение негативных явлений из страны в страну. Макроэкономическая нестабильность может охватить целые регионы.

Важно учитывать, что наряду с долгосрочными циклами, возникающими вследствие смены технологических укладов, в мировой экономике проявляются среднесрочные циклы. В этом случае причинами волатильности служит неравномерное развитие секторов экономик конкретных стран, а также основных рынков. В частности, как показывает мировая практика, гипертрофированное развитие рынков ипотечного и потребительского кредитования в отдельных странах приводит к выдаче займов домашним хозяйствам с низкими доходами и тем самым провоцирует неустойчивость кредитных учреждений. В условиях открытой глобализированной экономики нестабильность, возникающая в финансовом секторе одной страны, распространяется на другие страны. Поэтому она проявляется одновременно в нескольких государствах и приводит к необходимости резкого изменения их финансовой политики.

Экзогенные риски связаны с функционированием международных рынков, в частности валютного, кредитного, фондового, а также рынков энергоносителей и золота. Резкое увеличение волатильности на них оказывает сильное воздействие на состояние рынков конкретных стран. Негативная динамика этих рынков может быть связана с изменениями ожиданий хозяйствующих субъектов относительно их состояния в последующем периоде вследствие изменения макроэкономических показателей, а также с высокой спекулятивной активностью и неблагоприятными политическими событиями. Волатильность мировой экономики провоцирует спекулятивную активность. Она обусловлена прежде всего возникшей в мировой экономике неопределенностью относительно направлений технологического развития. В этих условиях уменьшается производственное использование капитала, что приводит к формированию избыточного денежного капитала, используемого для извлечения прибыли в краткосрочном периоде. Увеличению количества краткосрочных операций на основных рынках способствует резкое снижение ставок рефинансирования центральных банков ведущих стран.

На рост числа спекулятивных операций в условиях глобального кризиса в значительной степени повлияло проведение ФРС США, Банком Англии, Европейским центральным банком (ЕЦБ) и Банком Японии количественного смягчения, т. е. увеличения денежной базы при покупке государственных и ипотечных облигаций. Количественное смягчение используется указанными банками как мера по преодолению макроэкономической нестабильности. Его цель состоит в стимулировании коммерческими банками корпоративного сектора и расширении на этой основе совокупного спроса в национальных экономиках. Количественное смягчение используется как мера финансовой политики в ситуации, когда ставка рефинансирования снижена центральными банками ведущих стран до значений, близких к нулевым. Однако такая политика создает

существенный риск инфляционного процесса, который распространяется в мировой хозяйственной системе и выступает экзогенным риском для ее участников, в т. ч. для России. Во-первых, увеличение денежного предложения в ведущих мировых валютах оказывает давление на российский рубль и сдерживает экспорт несырьевых отраслей отечественной экономики. Во-вторых, избыток денежной ликвидности в мировой экономике приводит к высокой волатильности мировых цен на потребительские, в т. ч. продовольственные, товары, ввозимые в Россию, и тем самым ускоряет инфляцию. В-третьих, денежная ликвидность в ведущих валютах стимулирует высокую активность спекулятивного капитала. Его приток в страну обуславливает необходимость проведения центральными банками валютных интервенций в целях предотвращения завышения курса национальной валюты. Но увеличение в результате такой скупки денежной базы является причиной роста денежных агрегатов и усиления монетарной инфляции.

Эндогенные риски

Эти риски возникают и проявляются в национальной экономике под воздействием факторов ее развития. Очевидно, что в условиях открытой экономики выделение внутренних факторов, отличных от внешних, в определенной мере условно вследствие тесных взаимосвязей тенденций развития мировой и национальных хозяйственных систем.

Тем не менее есть объективные основания для выделения специфических эндогенных рисков финансовой политики, обусловленных особенностями эволюции экономик конкретных стран, в частности России. Эти особенности определяются спецификой структуры национальной экономики, степенью ее вовлеченности в мирохозяйственные связи, международной специализацией. Важно также учитывать характеристики циклического и технологического развития конкретной страны, степень корреляции ее макроэкономических показателей с индикаторами основных международных рынков.

К основным эндогенным рискам проведения финансовой политики относятся:

- несбалансированность сбережений и конечного потребления;
- низкая доля национальных производителей на внутреннем рынке и высокая зависимость от импорта;
- неблагоприятный инвестиционный климат;
- нехватка ресурсов для средне- и долгосрочных инвестиций;
- избыточная долговая нагрузка на домашние хозяйства, компании, государство;
- недостаточно развитый финансовый рынок;
- зависимость доходов бюджетов всех уровней от мировых цен на экспортируемые товары, в т. ч. энергоносители;
- высокие темпы инфляционного процесса.

Несбалансированность сбережений и конечного потребления означает вероятность ситуации, при которой в национальной экономике возникает нехватка внутренних накоплений, и, как следствие, это приводит к низким темпам экономического роста. Снижение бюджетных доходов создает проблемы с финансированием текущих и капитальных расходов. Это ведет к увеличению государственного долга. Расхождение между двумя показателями — темпами роста экономики (ВВП) и увеличением государственной задолженности — сопровождается снижением инвестиционного рейтинга страны. Это становится причиной увеличения стоимости заимствований, связанной с появлением премии за риск в процентной ставке по кредитам. В свою очередь, повышение стоимости заимствований служит дополнительным фактором наращивания как бюджетного дефицита, так и государственного долга. Управление этим риском, который носит долгосрочный характер, состоит в своевременном принятии мер по обеспечению сбалансированности сбережений и потребления как важнейшего условия макроэкономической устойчивости. Такая устойчивость предопределяет стабильность процесса формирования доходной части государственного бюджета.

Низкая доля национальных производителей на внутреннем рынке и высокая зависимость от импорта приводит к недостаточной генерации налоговой базы в национальной экономике и вероятности высокого уровня безработицы. В этих условиях возникает риск снижения доходных поступлений в бюджеты всех уровней и в фонды социального страхования. Одновременно увеличивается нагрузка на бюджетную систему за счет выплаты пособий по безработице и социальному обеспечению. Управление этим риском состоит в разработке и реализации национальной финансовой политики, способной обеспечить формирование устойчивой налоговой базы на долгосрочную перспективу. Эффективность такой политики оценивается повышением бюджетных доходов на единицу вложений в инфраструктуру, а также в инвестиционные проекты, реализуемые в рамках государственно-частного партнерства.

Неблагоприятный инвестиционный климат характеризуется нехваткой финансовых ресурсов для осуществления частных капиталовложений из-за снижения иностранных инвестиций и оттока за рубеж национального капитала. Угроза такой ситуации возникает при чрезмерно жесткой налоговой политике с высоким уровнем обложения прибыли, имущества, потребления. Кроме того, неблагоприятный инвестиционный климат складывается из-за сложных бюрократических процедур открытия бизнеса, выделения земельных участков, выдачи разрешений на строительство. Управление данным риском в целях минимизации средне- и долгосрочных угроз финансовой политики состоит в устранении барьеров, мешающих притоку иностранного капитала, в развитии конкурентной среды, формировании современной инфраструктуры, проведении эффективной налоговой политики в сфере обложения доходов иностранных инвесторов.

Снижение оттока национального капитала в сочетании с притоком иностранных инвестиций создают потенциал долгосрочного развития как основы эффективной финансовой политики, обеспечивающей стабильность денежно-кредитной среды, устойчивые поступления в бюджетную систему, эффективное функционирование всех секторов интегрированного финансового рынка.

Нехватка ресурсов для средне- и долгосрочных инвестиций приводит к замедлению в будущем периоде темпов экономического роста и, как следствие, к снижению налоговых поступлений в бюджеты всех уровней. Такая нехватка может быть связана с высокими темпами роста непроектных расходов, неэффективным использованием имеющихся в стране ресурсов, отсутствием «длинных» денег в национальной экономике. Риск нехватки инвестиционных ресурсов может быть снижен путем увеличения нормы накопления в национальном корпоративном секторе, наращивания компаниями заемного капитала за счет внутренних и внешних источников. Очевидно, что чрезмерное привлечение внешних кредитных ресурсов приводит к возникновению новых угроз для макроэкономической стабильности. В экспортно ориентированной сырьевой экономике важным источником финансовых ресурсов служат доходы компаний нефтегазового сектора. В качестве дополнительного источника, по нашему мнению, может быть использована часть золотовалютных резервов, размещаемая на депозиты в крупных национальных банках.

Избыточная долговая нагрузка на домашние хозяйства, компании связана с вероятностью нехватки текущих доходов для обслуживания и выплаты задолженности. Нехватка текущих доходов может проявиться в условиях как циклических, так и краткосрочных конъюнктурных колебаний экономической системы. Однако трудности с обслуживанием долгов способны привести к ситуации дефолта. Как показывает мировой опыт, при высокой задолженности домашних хозяйств по ипотечным и потребительским кредитам снижение доходов в условиях циклического роста безработицы создает трудности для банковской системы. Неустойчивость кредитных учреждений вызывает падение их акций и провоцирует понижательную тенденцию на фондовом рынке. В свою очередь, снижение биржевых котировок приводит к обесценению акций, заложенных в банках при получении кредитов. В таких условиях резко сокращаются

объемы банковского кредитования. В корпоративном секторе возникают проблемы привлечения ресурсов для финансирования оборотного капитала.

Избыточная долговая нагрузка на государство приводит к удорожанию заимствований в целях рефинансирования накопленного долга. Это увеличивает спрос на финансовые ресурсы и предопределяет рост процентных ставок. Значительный объем ресурсов перераспределяется в сферу финансирования государственного долга. Тем самым сокращается объем ресурсов, доступных по приемлемым ставкам для частного сектора. В результате происходит замедление темпов экономического развития страны.

Недостаточно развитый финансовый рынок характеризуется низкими объемами операций в его конкретных сегментах и отсутствием устойчивых взаимосвязей между ними. Такой рынок не является эффективным и в слабой степени подвержен воздействию мер, осуществляемых мегарегулятором. Будущее состояние неразвитого финансового рынка слабо поддается прогнозированию. Расширение сегментов финансового рынка за счет использования новых инструментов биржевой и внебиржевой торговли, увеличение объемов проводимых операций позволяют повысить стабильность его функционирования и тем самым снизить риск негативного влияния на реализацию национальной финансовой политики.

Зависимость доходов бюджетов всех уровней от мировых цен на экспортируемые товары, в том числе энергоносители, создает существенный эндогенный риск реализации национальной финансовой политики, связанный прежде всего с формированием бюджетных доходов и осуществлением расходов. Следует также учитывать, что динамика мировых цен на энергоносители воздействует на важнейшие макроэкономические параметры, в том числе на ВВП, валютный курс, ценовую динамику. Поэтому волатильность мировых цен на энергоносители выступает в данном случае существенным риском национальной финансовой политики. Долгосрочное управление этим риском состоит в диверсификации экономики, расширении перечня экспортируемых товаров, увеличении емкости внутреннего рынка. Инструмент управления этим риском в среднесрочном периоде — создание резервных фондов и эффективное размещение их ресурсов.

Высокие темпы инфляционного процесса создают для финансовой политики риск обесценения аккумулируемых ресурсов, а также падения эффективности вложений в проекты, реализуемые в рамках государственно-частного партнерства. Снижение стоимости денег вызывает необходимость корректировки бюджетных ассигнований. Рост цен увеличивает стоимость государственных закупок и услуг, оказываемых частными компаниями органам государственного управления. В условиях инфляции резко возрастает неопределенность будущего состояния рыночной среды. Это приводит к снижению инвестиций, оттоку капитала за рубеж.

Управление каждым из рисков предполагает использование специфических методов, способных снизить вероятность его наступления и интенсивность проявления. Вместе с тем возможно комплексное регулирующее воздействие на группы рисков, проявляющихся в конкретных сферах — бюджетной, денежно-кредитной, на финансовом рынке. Это является важнейшей функцией государственной финансовой политики в условиях неустойчивости и турбулентности мировой экономики.

Библиография

1. Ершов М. В. Новые риски посткризисного мира // Вопросы экономики. — 2012. — № 12.
2. Финансы: учебник / под ред. проф. В. А. Слепова, проф. В. Г. Князева. — М.: Магистр, 2012.
3. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / под ред. А. А. Лобанова, А. В. Чугунова. — М.: Альпина Паблишер, 2003.
4. Allen S. Financial Risk Management: A Practitioner's Guide to Managing Market and Credit Risk. — Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2003.
5. Best P. Implementing Value at Risk. — Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 1998.
6. Jorion P. Financial Risk Manager (FRM) Instruction Manual. — NY: Carli Management Corporation, 2000.