



**СКОЛКОВО**  
Московская школа управления

# ИГРЫ В ПРИЗРАЧНОМ МИРЕ ТЕНЕВОЙ БАНКОВСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

**ИССЛЕДОВАНИЕ IEMS**

Институт исследований развивающихся рынков

бизнес-школы СКОЛКОВО (IEMS)

Выпуск 14-02, Апрель 2014

# Содержание

I. Введение	2
II. Что такое теневая банковская деятельность, и в каких случаях она осуществляется?	4
III. Каков источник прибылей от теневой банковской деятельности для финансовых учреждений быстроразвивающихся рынков?	14
IV. В какие типы активов следует инвестировать теневым банкирам?	24
V. Подготовка к посткризисному законотворчеству	32
VI. Выводы	40

Автор:  
Д-р Брайан Майкл, Старший научный сотрудник

Главный редактор:  
Алексей Калинин, Директор

# I. Введение

Банкиры и политики стали придавать большое значение теневой банковской деятельности. Оцениваемые на уровне 100% мирового ВВП, данные операции привлекли внимание политиков благодаря своему вкладу в глобальную финансовую систему. Согласно более приземленному (и технически корректному) определению, на эти небанковские финансовые операции приходится около 67 трлн долл. США в виде кредитов, которые выделяются на множество достойных проектов в быстроразвивающихся странах. Недавние дискуссии были сосредоточены на том, каким образом политики и международные организации, подобные Совету по финансовой стабильности (FSB), могут регулировать теневую банковскую деятельность. Еще никто не написал, как должны осуществлять теневые банковские операции бизнесмены и финансисты. Какие возможности, связанные с теневыми банковскими услугами, существуют на быстроразвивающихся рынках? Каким образом предприниматели могут использовать теневую банковскую деятельность, чтобы помочь самим себе (путем получения прибыли), предоставляя при этом социально значимые кредиты?

В данном докладе утверждается, что небанковские финансовые учреждения (корпоративные инвестиционные референты, консультанты по инвестициям, независимые брокеры-дилеры, страховые компании и торговые финансовые группы) могут увеличить свои доходы, предлагая кредиты через недостаточно регулируемые теневые банковские секторы на быстроразвивающихся рынках. Как правило, такая теневая банковская деятельность включает в себя взятие групп кредитов, распределение их по ценным бумагам, посредством которых кредитные выплаты направляются инвесторам, и разделение этих ценных бумаг на части (так называемые транши), обеспечивающие уровни риска и дохода, желательные для

различных категорий клиентов. Небанковские организации, которые работают на быстроразвивающихся рынках (мы называем их «быстроразвивающейся дюжиной»), вероятно, смогут увеличить активы под своим управлением на 1 трлн долл. США, если сумеют извлечь выгоду из этой растущей сферы банковской деятельности.

Хотя это и нехарактерно для аналитической записки, необходимо сразу же сделать несколько оговорок. Авторы недавних публикаций в средствах массовой информации критикуют теневую банковскую деятельность, причем в некоторых случаях (особенно в США) совершенно справедливо. В данном докладе мы не придерживаемся стандартной точки зрения на концепцию (приводя доводы за или против таких банковских операций). Кроме того, мы не рассматриваем более широкие последствия такого вида банковской деятельности для экономики в большем масштабе или же необходимую степень ее контроля органами регулирования. В своем анализе мы, скорее, делаем акцент на способах, позволяющих теневому банковскому сектору приносить пользу отдельным предпринимателям и компаниям на быстроразвивающихся рынках. Кредиты от таких «небанковских финансовых учреждений», как их часто называют, способны помочь в ослаблении серьезных кредитных ограничений во многих анализируемых нами экономических системах. Вследствие этого мы предпочли сосредоточиться на том, каким образом отдельные предприниматели и компании могут предоставлять недорогие кредиты, предлагать инвесторам доход, генерируемый такими кредитами, и при этом по-прежнему получать прибыль.

Заявление об ограничении ответственности: в настоящем документе описывается набор методов и процедур, применяемых в некоторых странах, и потенциальные возможности для их использования на определенных быстроразвивающихся рынках. Никакие положения данного документа не представляют собой рекомендаций для розничных или иных инвесторов.

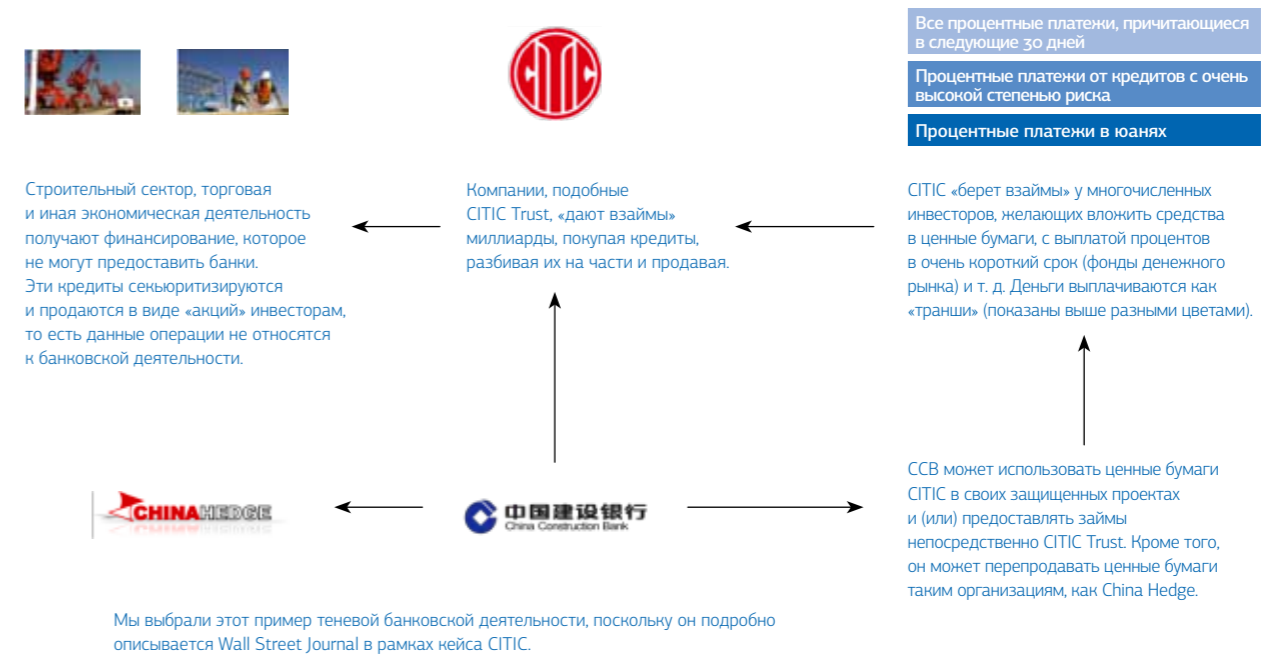
## II. Что такое теневая банковская деятельность, и в каких случаях она осуществляется?

Теневая банковская деятельность имеет место в тех случаях, когда частные лица и организации (как правило, не зарегистрированные по закону или не регулируемые, как банки) предоставляют кредиты, получают проценты и передают эти процентные платежи инвесторам. Когда компания, подобная индийской Housing Development Finance Corporation, предоставляет кредиты на жилищное строительство, выходя за рамки Закона о банковском надзоре и (или) Закона о банковских компаниях, — это теневая банковская деятельность. То же самое происходит и в случае со страховой компанией (такой как китайская Ping An Insurance), которая перепродает свои полисы другим лицам, желающим получать ежемесячные премии от покупателей страховок. Когда такой банк, как JP Morgan, покупает документарные векселя во Франции, объединяет их в пакеты на основе присущего им риска и продает доли этих пакетов на Мальте, речь идет о теневом финансировании. Когда

вы, читатель, покупаете акции пенсионного фонда, инвестирующего в нечто, подобное облигациям и оплачиваемое как облигации, однако в действительности получаете свои деньги от кредитов на жилищное строительство, автокредитов и задолженности по кредитным картам, вы также вступаете в мир теневой банковской деятельности.

На Рисунке 1 представлен пример CITIC (сокращение от прежнего названия компании — Китай International Trust and Investment Corporation). Компания CITIC могла бы финансировать деятельность порта, которую управляющий обычного банка, возможно, сочтет слишком рискованной. Для финансирования кредита CITIC Trust (многие теневые банки организуются как трасты) нередко будет брать ссуды в «нормальных» банках; в противном случае траст может обратиться за финансированием к хеджевым фондам, состоятельным физическим лицам и другим инвесторам. В качестве залогового обеспе-

Рисунок 1. Как работает теневой банковский сектор?



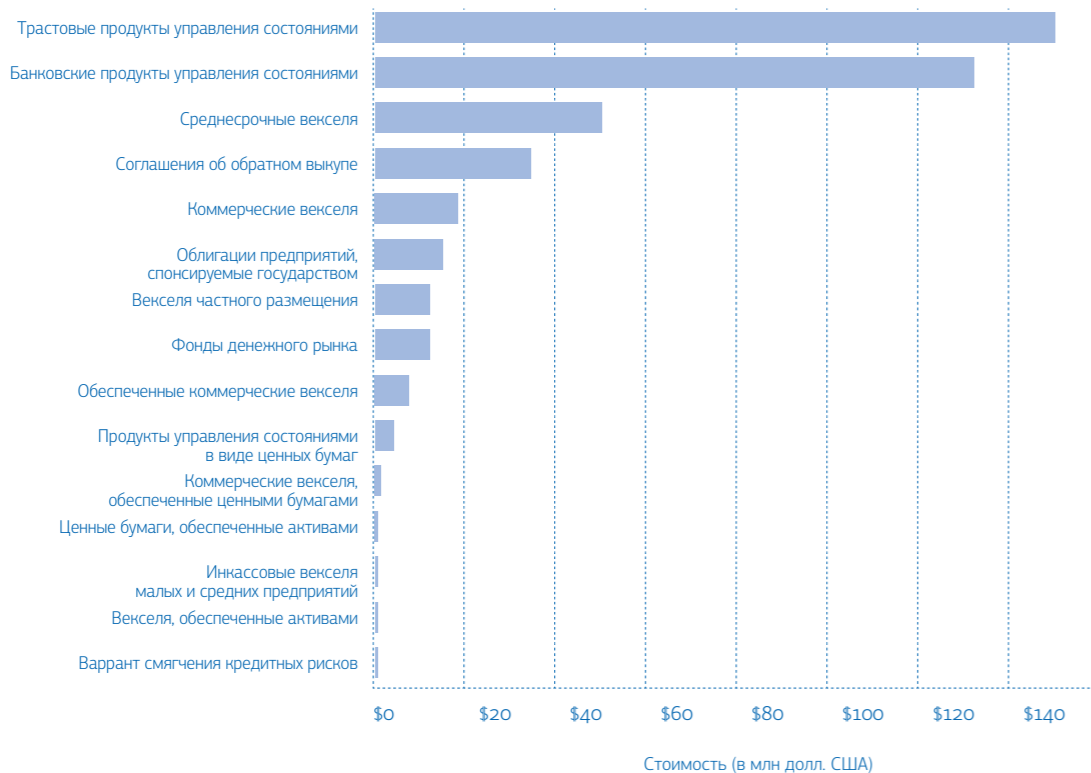
Источник: Wall Street Journal, анализ автора.

чения такие инвесторы получают в порту «акции» (известные под названием «обеспеченные обязательства»). Кроме того, за принятие указанных рисков эти инвесторы получают доход в размере, превышающем рыночную доходность. Секьюритизированный кредит (и залоговое обеспечение, полученное за кредит) может перейти к хеджевому фонду, институциональному инвестору либо практически к любому другому лицу.

Размер и диапазон теневых банковских рынков Китая — наглядный пример для будущих теневых банкиров, которые работают на других развивающихся рынках. Ряд зай-

мов коммерческим предприятиям, произведенных за рамками официальной банковской системы Китая, заменил некоторые из традиционных заявок на получение займов, подаваемых в ведущие китайские банки. Как показано на Рисунке 2, предпочтительным способом обеспечения рискованных предприятий денежными средствами на сумму свыше 240 млн долл. США оказались продукты управления состояниями. Эти продукты позволяют избежать регуляторных проверок и приносят большие суммы наличности, поскольку продаются только состоятельным частным лицам, располагающим активами

**Рисунок 2. Теневые банки используют целый ряд методов, позволяющих обеспечить финансирование в Китае**



Данные на рисунке показывают стоимость различных механизмов финансирования, которые используются в теневом банковском секторе Китая по состоянию на май 2013 года.

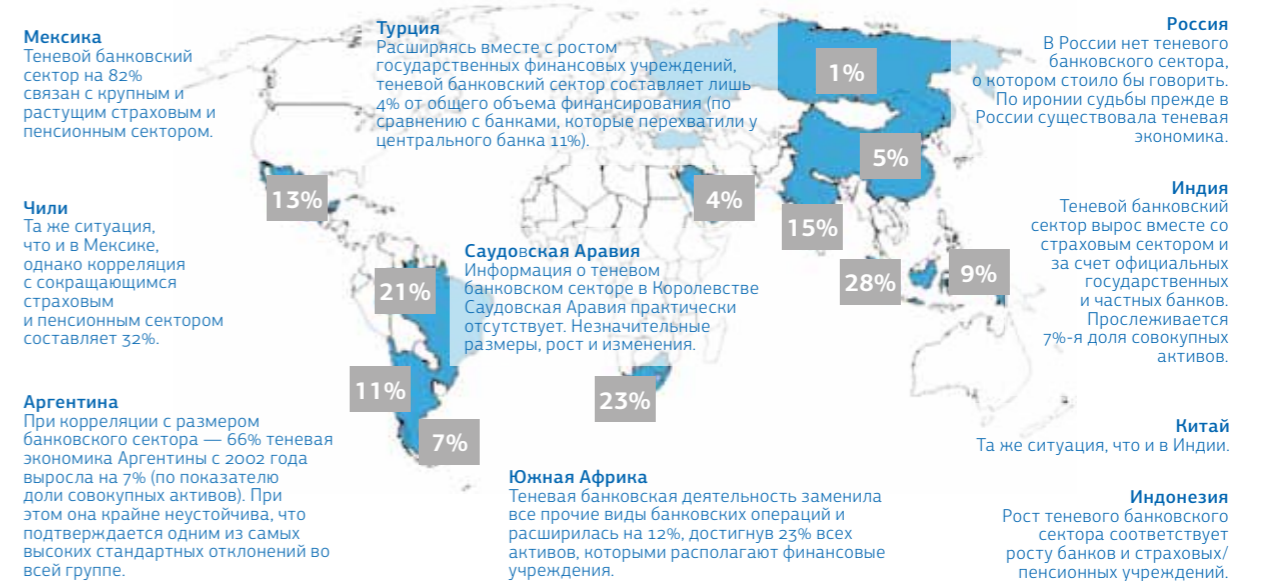
Источник: Jianjun Li (2013).

стоимостью свыше 1 млн долл. США. Кроме того, части рискованных проектов были разделены и проданы в виде легко реализуемых простых краткосрочных векселей (так называемых «коммерческих векселей»), фондов денежного рынка и других видов продуктов кредитования, показанных на Рисунке 1. Особые виды кредитов, известные под названием «соглашения об обратном выкупе», как правило, предоставляют теневым банкирам основные средства кредитования. В случае с Китаем (и многими странами, входящими в ОЭСР), соглашения об обратном выкупе служат одним из ключевых методов кредитования (и получения займов). В Китае на такие соглашения об обратном выкупе, когда кредитор на короткое время «покупает» активы заемщика с контрактным условием, что продавец выкупит актив по немного более высокой цене, приходится около 8% рынка теневой банковской деятельности Китая. Не-

которые инструменты теневой банковской деятельности — например, ценные бумаги, обеспеченные активами, — не завоевали достаточной популярности.

Некоторые быстроразвивающиеся рынки предоставляют будущим теневым банкирам очевидные возможности. В США и Гонконге теневые банки управляют примерно 40% от общего объема финансовых активов в соответствующих финансовых системах. В странах с развитой экономикой, таких как Корея, Великобритания и страны еврозоны, в управлении теневых банков находится в среднем около 30% активов финансовой системы. Тем не менее в ряде стран с крупными финансовыми системами теневые банковские секторы развиты в гораздо меньшей степени. В этих странах, которые представляют большинство государств Группы двадцати, не входящих в ОЭСР, теневые банковские системы управляют гораздо меньшей долей активов своих финан-

**Рисунок 3. Теневая банковская деятельность в странах «быстроразвивающейся дюжины» столь же разнообразна, как и их экономика**



Значения в серых ячееках указывают на долю теневых банковских активов в общей сумме активов финансовых учреждений.

Источник: данные предоставлены Советом по финансовой стабильности (2013) и включают в себя авторский анализ.

совых систем. Такие развивающиеся страны олицетворяют оптимальную практику банковского регулирования или же упущенную возможность — в зависимости от того, как на это посмотреть. Учитывая, что экономики Индонезии, Мексики и Индии развивалась гораздо медленнее по сравнению с американской и корейской, мы склоняемся к последнему. Недостаточно развитые теневые банковские секторы в этих странах представляют собой упущенную возможность.

Насколько велики теневые банковские секторы на некоторых из крупнейших быстроразвивающихся рынков? На Рисунке 3 показаны размеры и уровни развития теневой банковской деятельности в группе стран, которую мы называем «быстроразвивающейся дюжиной». Эти страны — Аргентина, Бразилия, Индия, Индонезия, Китай,

Аргентина, Бразилия, Индия, Индонезия, Китай, Мексика, Россия, Саудовская Аравия, Сингапур, Турция, Чили и Южно-Африканская Республика — представляют теневые банковские секторы с активами, стоимость которых превышает 3,5 трлн долл. США (примерный уровень ВВП Германии)

Мексика, Россия, Саудовская Аравия, Сингапур, Турция, Чили и Южно-Африканская Республика — представляют теневые банковские секторы с активами, стоимость которых

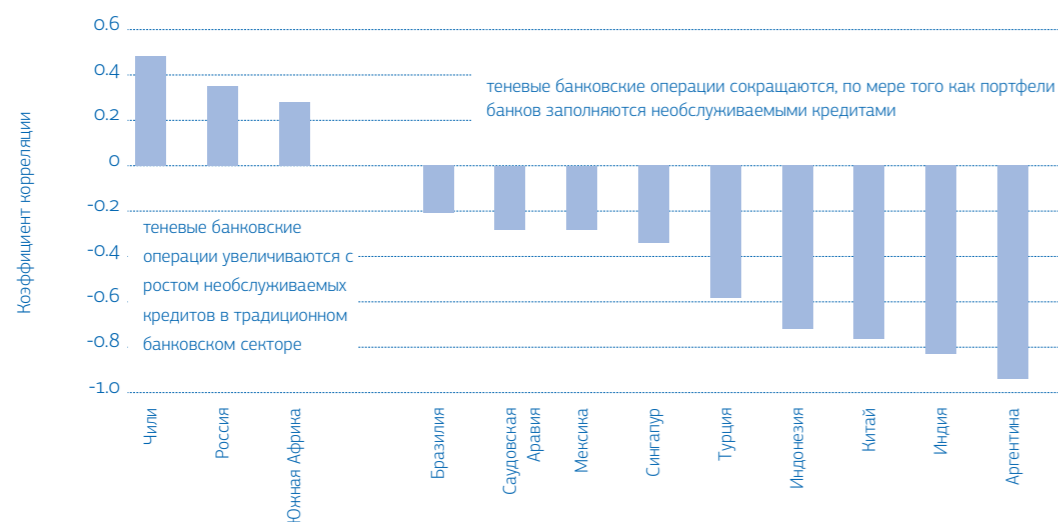
превышает 3,5 трлн долл. США (примерный уровень ВВП Германии). Некоторые теневые банковские секторы (например, в Аргентине) демонстрировали быстрый рост. Другие же, например, в Мексике, росли медленно. Если бы эти быстроразвивающиеся рынки имели такую же долю финансовых активов, контролируемых теневыми банками, как и страны — члены ОЭСР, и если бы такая банковская деятельность дополняла, а не заменяла обычные банковские операции, то теневые банковские секторы принесли бы финансовым активам стран «быстроразвивающейся дюжины» дополнительный триллион долларов США.

#### Каковы причины роста теневых банковских операций в странах «быстроразвивающейся дюжины»?

Растет ли теневая банковская деятельность по мере ухудшения качества традиционного банковского кредитования?

Как показано на Рисунке 4, в некоторых странах (таких как Россия, Саудовская Аравия и Чили) с увеличением процентного показателя необслуживаемых кредитов по балансам традиционных банков отмечается рост теневых банковских операций. В других странах «быстроразвивающейся дюжины», по мере того как в банковских бухгалтерских книгах появляется все больше необслуживаемых кредитов, теневая банковская деятельность (как процент операций финансового сектора) ослабляется. В Аргентине, Индии и Китае увеличение числа необслуживаемых кредитов продемонстрировало весьма существенную корреляцию с сокращением теневой банковской деятельности. Следовательно, теневая банковская деятельность может выступать в качестве дополнения традиционной деятельности банков в одних странах и замены таковой в других. Мы не можем знать это наверняка, поскольку определенную роль играет регулирование. В то же время мы знаем,

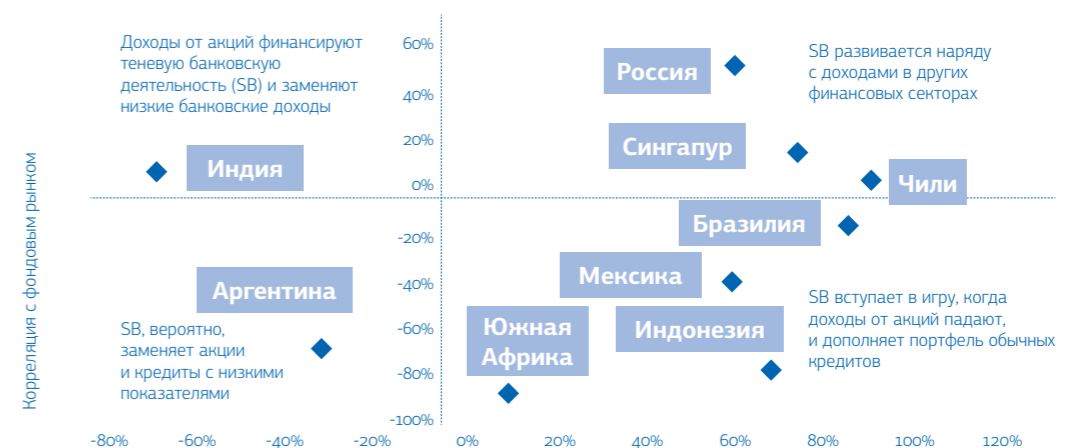
Рисунок 4. Теневая банковская деятельность, по-видимому, заменяет недостаточное банковское кредитование в Чили, России и ЮАР и дополняет кредитование в других странах



На графике показано соотношение (в период с 2002 по 2011 годы) доли необслуживаемых кредитов банков и валовых сумм кредитов с процентом активов финансовой системы, которые использовались в теневой банковской деятельности.

Источник: Всемирный банк, данные о необслуживаемых кредитах (2013), и FSB, данные о размере теневого банковского сектора (2013).

Рисунок 5. Одни теневые банковские секторы, по-видимому, выступают в качестве дополнения растущих фондовых рынков и маржи банков, другие заменяют их



Данные на графике демонстрируют двумерную корреляцию, то есть корреляцию между двумя переменными, а именно — между частью активов «других небанковских финансовых учреждений» по отношению к двум переменным совокупных активов финансового сектора. На оси Y мы показываем корреляции с рыночными нормами прибыли по акциям S&P для каждого рынка. На оси X показана корреляция со средними годовыми ставками кредитования на каждом рынке в период с 2002 по 2011 годы.

что в период с 2002 по 2011 годы 1% снижения доли необслуживаемых кредитов по балансам аргентинских банков соответствовал 0,4% роста доли активов теневого банковского сектора (относительно общего объема). При этом 8%-е сокращение доли необслуживаемых кредитов по балансам в Индии почти идеально соответствовало увеличению доли теневых банковских активов на 8% (относительно общего объема). Тем не менее в России теневая банковская деятельность достигла высшей точки примерно в середине десятилетнего периода, в то время как доля необслуживаемых кредитов опустилась до нижнего предела. Однако к концу десятилетия тенденция изменилась. Таким образом, можно сделать вывод о том, что теневая банковская деятельность (в отсутствие мощной регулятивной реакции на данные) служит дополнением традиционной банковской деятельности в одних странах (например, в ЮАР) и заменой — в других (например, в остальных странах «быстроразвивающейся дюжины»).

Другие данные также подкрепляют гипотезу о том, что теневая банковская деятельность, как правило, дополняет традици-

Для частных лиц и компаний, намеревающихся предлагать финансирование на основе торговых кредитов, Аргентина и Китай, вероятно, окажутся наиболее подходящими кандидатами в отношении потенциальных клиентов

онные банковские операции в одних странах и заменяет их в других.

На Рисунке 5 показано соотношение между ростом теневой банковской деятельности, изменениями в курсах акций и ставках кредитования в странах «быстроразвивающейся дюжины». В Индии рост доходности акций тесно связан с увеличением объемов теневых банковских активов. Вместе с тем на субконтиненте отмечена связь между повышением ставок кредитования и снижением активности теневых банковских операций. В Мексике объемы теневых банковских активов, по-видимому, следуют противопо-

ложному сценарию. Увеличение долей теневых банковских операций соответствовало падению курсов акций и росту ставок кредитования. Одна из возможных интерпретаций этих тенденций (среди многих других объяснений) могла бы заключаться в том, что инвесторы, теряющие свои деньги в La Bolsa, стремятся компенсировать упущенную прибыль посредством теневых банковских операций и пополнить в целом растущий портфель (или индустрию) кредитов.

Что мы узнали о возможностях получения прибыли на каждом рынке для нынешних и будущих теневых банкиров?

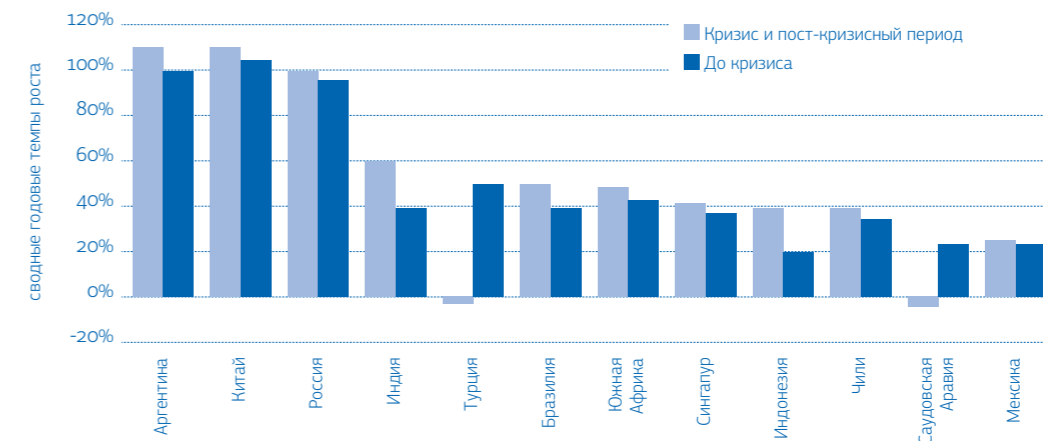
На Рисунке 6 представлены уровни привлекательности различных стран «быстроразвивающейся дюжины» в соответствии с конкретной задачей теневого банкира. Например, для частных лиц и компаний, намеревающихся предлагать финансирование на основе торговых кредитов, Аргентина и Китай, вероятно, окажутся наиболее подходящими кандидатами в отношении потенциальных клиентов. С другой стороны, в ЮАР

и Чили они могут найти только нишевые или же более дорогостоящие в обслуживании рынки.

Успехи на некоторых рынках могли бы вдохновить будущих теневых банкиров на других рынках.

На Рисунке 7 показаны темпы роста теневой банковской деятельности, определяемой как управление финансовыми активами, которое осуществляется «другими финансовыми посредниками». Теневой банковский сектор Аргентины продемонстрировал самый быстрый рост со сравнительно низкого базового уровня. Практически такие же темпы роста были отмечены в теневом банковском секторе Китая — также с низкого базового уровня. Тем не менее с учетом размеров экономики Китая такой рост вызывает опасения у многих участников мирового финансового рынка. Темпы роста теневых банковских секторов в таких странах, как Мексика, Саудовская Аравия и Чили, были гораздо ниже. В посткризисный период активы теневых банков в Тур-

Рисунок 7. Чему Саудовская Аравия и Мексика могут поучиться у Аргентины и России?



Данные на рисунке показывают средние годовые темпы роста активов, находящихся в распоряжении «других финансовых посредников». Докризисным считается период с 2003 по 2007 годы. Кризис и посткризисный период охватывают 2007–2011 годы.

Источник: FSB (2013).

Рисунок 6. Система показателей — углубление теневых банковских операций зависит от задач на каждом рынке		
Показатель	2 ведущих рынка	2 рынка, занимающих последнее место
Размер рынка	Мексика, Аргентина	ЮАР, Китай
Кредитование, основанное на недвижимости	Аргентина, Саудовская Аравия	Индонезия, Сингапур
Торговые кредиты и лизинг	Аргентина, Чили	ЮАР, Чили
Страховки и пенсии	Россия, Турция	Аргентина, Бразилия
Использование преимуществ необслуживаемых кредитов в рамках традиционной банковской деятельности	Чили и Россия	Аргентина, Индия
Защита от падения курсов акций	ЮАР, Индонезия	Россия, Чили
Защита от падения маржи банков	Индия, Аргентина	Чили, Бразилия
Защита от кредиторского давления	Китай, Турция	Бразилия, Чили

Источник: автор (каждый рейтинг основан на данных, представленных на различных рисунках в данном аналитическом резюме).

ции и Саудовской Аравии сократились. Пессимистически настроенные будущие теневые банкиры могут увидеть в данном факте признаки насыщения и слабые перспективы роста на этих рынках; оптимисты же увидят в нем рыночную возможность. Низкие темпы роста теневой банковской деятельности в посткризисный период могут отражать незначительный спрос на ценные бумаги, обеспечивающие важное небанковское финансирование.

Статистические данные говорят о том, что учреждения, занимающиеся теневой банковской деятельностью в странах «быстроразвивающейся дюжины», в ближайшие годы могут получить весьма существенную прибыль от своей работы. Страны Группы двадцати, не входящие в ОЭСР (мы называем их «быстроразвивающейся дюжиной»), на мировом уровне владеют лишь 7% теневых банковских активов. Кроме того, эти страны «недостаточно охвачены» (за неимением более удачного термина) теневой банковской деятельностью. Такие низкие уровни теневых банковских операций на быстроразвивающихся рынках контрастируют с показателями ЕС и США, где стоимость теневых банковских активов составила по 22 трлн долл. США (или примерно две трети мирового ВВП). В посткризисный период (после 2007 года) активы, управляемые «другими небанковскими финансовыми учреждениями», в США сократились примерно на 5%, а в ЕС увеличились всего на 5%. В Индонезии, Индии и Бразилии в период с 2007 по 2011 годы такие темпы роста превышали 10% в год. Инвесторы, владевшие акциями в этих небанковских учреждениях, получают огромные прибыли.





# III. Каков источник прибылей от теневой банковской деятельности для финансовых учреждений быстроразвивающихся рынков?

## Прибыли связаны с экономией расходов по займам и зарабатыванием премий за риск

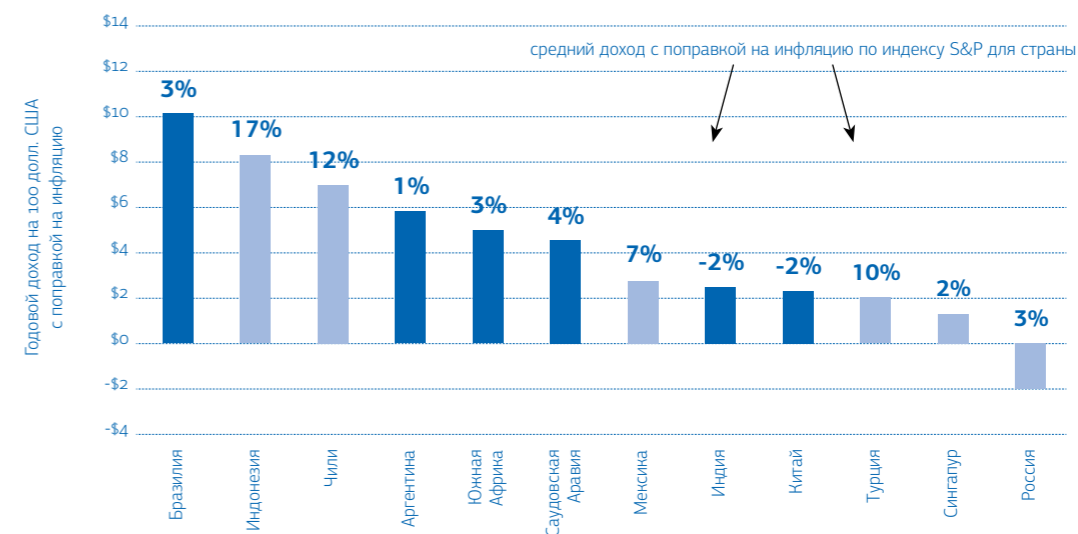
Поскольку теневые банкиры могут получать деньги от инвесторов, а не от вкладчиков, прибыли связаны с премиями за риск и более дешевым капиталом.

На Рисунке 8 показана доходность инвесторов, которые вложили деньги в портфель обеспеченного кредитования, представленный в качестве примера. В рамках данного примера инвесторы, вложившие в обеспеченное кредитование сумму в бразильских реалах, эквивалентную 100 долл. США, получили бы в виде процентов реальную сумму в 39 долл. США. Для сравнения: подобные инвестиции в бразильский фондовый рынок принесли бы всего лишь примерно 3% (или

доход в размере 3 долл. США на инвестицию в 100 долл. с учетом инфляции). Если бы инвесторы в Бразилии, Аргентине, Южно-Африканской Республике, Саудовской Аравии, Индии и Китае приобрели обеспеченные кредиты, представленные в нашем простом примере, они заработали бы больше (с поправкой на инфляцию), чем в случае вложения средств во внутренний фондовый рынок. Инвесторы в Индонезии и Чили получили бы сравнительно неплохую доходность (свыше 5%) за счет теневых банковских операций и при «обычном» вложении в акции.

В отличие от традиционного кредитования инвесторы в теневые банковские активы, покупая обеспеченные кредиты, могут видеть рост своих инвестиций. Цены на обеспеченные активами ценные бумаги, обеспеченные долговые обязательства, пакеты соглашений

Рисунок 8. Бразилия и Индонезия представляются наиболее перспективными рынками для теневой банковской деятельности



Данные на рисунке показывают доход на 100 долларов (в местной валюте), которые были вложены в портфель сеньюритизированных кредитов, сформированный нами в качестве иллюстрации. В нашем примере теневой банкир продает пакет кредитов, в котором 60% зарабатывают базисную ставку с поправкой на инфляцию, 25% — базисную ставку плюс 2%, а 15% портфеля — базисную ставку плюс 5%. Данные по странам, представленные в виде темных прямоугольников, означают, что по своим показателям теневая банковская деятельность превзошла инвестиции в акции.

Источник: Всемирный банк, авторские расчеты.

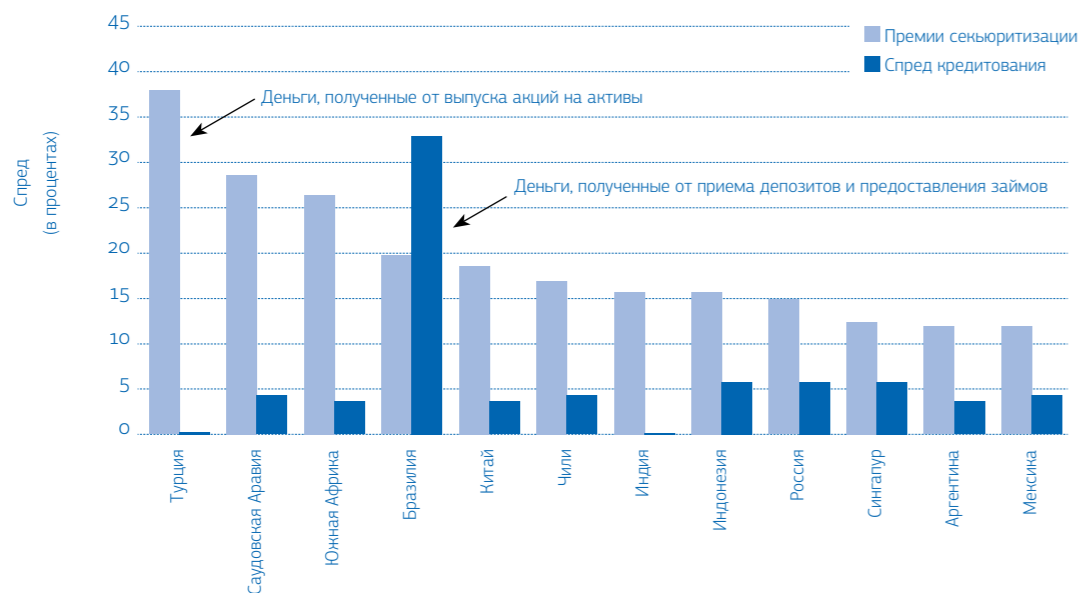
об обратном выкупе на более длительный срок и т. д., подобно всем остальным ценам, зависят от предложения и спроса. Несмотря на термин «банковская система», теневая банковская система выглядит, действует и получает доходы подобно акционерному капиталу, напоминая его в гораздо большей степени, чем систему кредитования. Теневые банки не публикуют информацию о рыночных ценах своих секьюритизированных и объединенных в пакеты кредитов. Тем не менее в той мере, в которой теневые банковские активы ведут себя подобно акциям, спреда по теневым банковским кредитам зачастую намного превышает прибыли от традиционной банковской деятельности.

Аналогичным образом прибыльность теневых банковских операций зависит от кон-

В последние годы турецкие теневые банкиры, занимавшиеся секьюритизацией проектов, получили бы 43%-ю норму прибыли на активы, приносящие доход всего лишь в размере 5%

кретной страны. Данные, представленные на Рисунке 9, иллюстрируют потенциальную доходность от предложения акций в рискованном проекте — в отличие от простого предоставления денег в кредит. Мы не можем непосредственно наблюдать за этими

**Рисунок 9. В странах «быстроразвивающейся дюжины» теневая банковская деятельность приносит гораздо больше прибыли, чем традиционная**



Данные на рисунке показывают разницу между прибылями на собственный капитал и прибылями на активы (которую мы называем «премией секьюритизации»). Мы также демонстрируем разницу между ставкой по депозитам и ставкой кредитования (показанную как спред кредитования). Данные приведены по состоянию на 2011 год или же представляют собой последнюю доступную информацию.

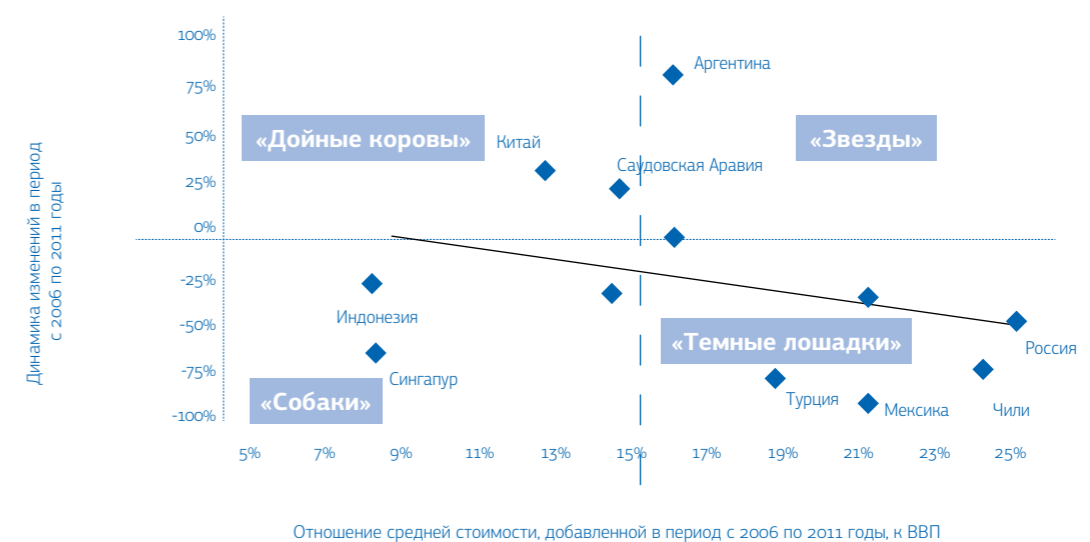
Источник: Всемирный банк (2013).

прибылями, однако имеем возможность использовать данные о доходности активов и акций для прогнозирования прибылей. В последние годы турецкие теневые банкиры, занимавшиеся секьюритизацией проектов, получили бы 43%-ю норму прибыли на активы, приносящие доход всего лишь в размере 5% (с допущением, что они обеспечивали и продавали бы кредиты по проектам, отражающим более масштабный рынок акций). В Саудовской Аравии, ЮАР и Бразилии потенциальные теневые банкиры также заработали бы на своих активах более 20%, продавая доли участия в них подобно акциям. Только в Бразилии обычные банкиры (принимающие депозиты и предоставляющие их в кредит) заработали бы больше теневых банкиров, чья прибыль эквивалентна прибылям по акциям. Невероятные значения спредов в Бразилии отражают решительность мер по смягчению инфляции во всей Федерации. Естественно, кредиты теневых банков не всегда обеспечи-

вают такую же прибыль, какую можно получить по акциям. Тем не менее, если по этим кредитам выплачивается то, что заработано (эта концепция известна экономистам под названием «предельная отдача на капитал»), доходы по кредитам теневых банков и по акциям не должны сильно отличаться друг от друга.

Теневые банкиры экономят деньги и получают более высокие доходы, чем традиционные банкиры, используя несколько способов. Во-первых, теневым банкирам теоретически не требуется занимать деньги, чтобы повторно давать их займам. Они могут просто передавать кредиты инвесторам в виде кредитных ценных бумаг. И наоборот — теневые банкиры должны просто передать деньги, полученные от инвесторов, «заемщикам» и получить комиссионные. Во-вторых, теневые банкиры могут получать такие комиссионные, не подвергаясь рискам, связанным с этими кредитами. Если

**Рисунок 10. Крупные реальные потребители замедлили темпы; более мелкие увеличили расходы на недвижимость, финансовое посредничество и другую коммерческую деятельность**



Данные на рисунке показывают величину и изменение в стоимости недвижимости и финансового посредничества, добавленной в ряде стран с 2006 по 2011 годы. В соответствии с матрицей Boston Consulting Group, мы разделили график на четыре сектора. Мы выбрали 2006 год в качестве начального, чтобы сгладить последствия мирового финансового кризиса, инициированного США.

Источник: Всемирный банк (2013).

заемщики не погашают эти «внебалансовые» ценные бумаги, страдают инвесторы, а не теневой банкир. В-третьих, и это очень важно, теневым банкирам не нужно нести все расходы на соблюдение банковских норм. Теневые банкиры должны иметь значительные суммы денег, известные как «резервный капитал». Им не требуется точно оценивать степень риска основных кредитов, поскольку об этом должен беспокоиться инвестор. Теневые банки не должны предоставлять местным органам регулирования информацию о стоимости «кредитования», поскольку эти операции остаются вне балансов.

### Теневые банковские операции также могут быть подкреплены непроектным кредитованием

Теневые банки могут не только секьюритизировать пакеты кредитов на основе проектов и перепродавать их в виде траншей ценных бумаг, подобных акциям. Теневой банковский сектор способен помочь в расширении средств, доступных для жилищного и

коммерческого ипотечного кредитования. Такие инвестиции с ипотечным покрытием привели к печально известному кризису субстандартного ипотечного кредитования в США. Тем не менее не все кредиты — особенно в странах «быстроразвивающейся дюжины» — должны секьюритизировать субстандартные ипотеки. Рост рынков недвижимости во многих странах «быстроразвивающейся дюжины» создаст более чем достаточный спрос на первоклассные ценные бумаги с ипотечным покрытием.

На Рисунке 10 показан объем услуг, относящихся к недвижимости и финансовому посредничеству (как процент ВВП), а также изменения в этих секторах в период с 2006 по 2011 годы. В некоторых странах, таких как Россия и Чили, были отмечены высокие объемы расходов на недвижимость и финансовое посредничество (более 20% ВВП). Тем не менее с 2006 года указанные расходы в этих странах снизились более чем на 50%. Принимая во внимание размер и при этом быстрое падение в стоимости, мы называем эти страны «темными лошадками» в том, что касает-

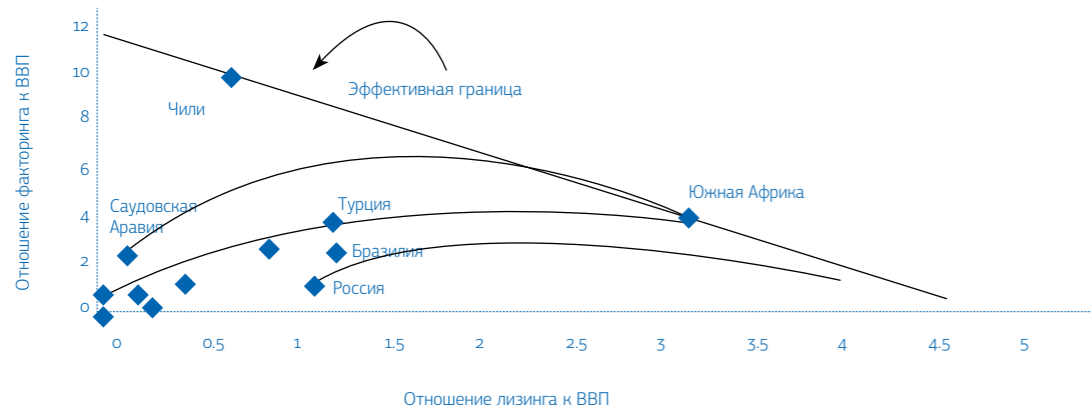
ся их роли генераторов теневого банковского кредитования на основе недвижимости. Значительные рынки недвижимости и финансового посредничества в таких странах, как Аргентина и Саудовская Аравия, демонстрировали быстрый рост. Если тенденции прошлого будут направлены на показатели в будущем, то эти страны откроют значительные возможности для осуществления теневой банковской деятельности. Чтобы дать читателю представление о существующих на этих рынках возможностях теневой банковской деятельности на основе недвижимой собственности, мы показываем другие рынки и приводим обозначения из матрицы «рост — доля рынка», предложенной компанией Boston Consulting Group.

Финансовое обеспечение торговли представляет собой еще одну сферу, где теневой банковский сектор способен оказывать существенное влияние на финансирование прибыльной коммерческой деятельности. Теневые банки могут предоставить средства компаниям, которым необходим заем в период ожидания оплаты счетов клиентами (этот процесс называется факторингом). Кроме того, теневые банки способны помочь в покупке активов, которые сдаются в арен-

ду компаниями или иными сторонами. При помощи теневых банков можно списать, купить и перепродать займы, на которых основаны эти два важных вида деятельности.

На Рисунке 11 показано, что многие из стран «быстроразвивающейся дюжины» в гораздо меньшей степени прибегают к факторингу (выкупу задолженностей клиентов трейдерам) и лизингу, чем лучшие в своем классе (или по крайней мере самые крупные) конкуренты. Здесь показаны недавние коэффициенты факторинга по отношению к ВВП и лизинга к ВВП по каждой стране. Мы также изобразили несколько «путей расширения», которые указывают на способ, позволяющий увеличить эти коэффициенты, по мере того как компании каждой страны начнут пользоваться более обширным торговым кредитом и возможностью аренды. Если прошлые тенденции отражают будущие показатели, то теневые банковские структуры в таких странах, как Саудовская Аравия, значительно расширят арендное финансирование. Любопытен тот факт, что компании «быстроразвивающейся дюжины», как представляется, гораздо меньше заинтересованы в факторинге (продаже своих счетов в текущем месяце за деньги, которые

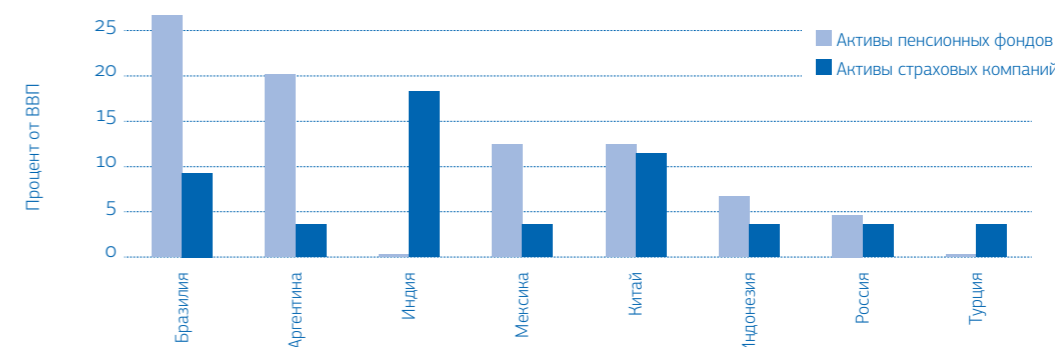
**Рисунок 11. Основная часть «быстроразвивающейся дюжины» обеспечивает слишком малый объем финансирования лизинга и факторинга**



Данные, приведенные на графике, демонстрируют коэффициенты отношения лизинга к ВВП по сравнению с факторингом к ВВП. Изображенные нами пути роста основаны на прогнозе нелинейных отношений между показателями лизинга к ВВП и факторинга к ВВП на различных уровнях каждой переменной.

Источник: Всемирный банк (2013).

**Рисунок 12. Турция и Россия открывают превосходные или ужасные перспективы для страхового и пенсионного кредитования**



Данные, приведенные на графике, демонстрируют суммарное значение активов (выраженных как процент от ВВП) страховых компаний и пенсионных фондов по состоянию на 2011 год или последний год с доступными данными. Страховые и пенсионные фонды получают регулярные взносы, которые эти компании могли бы ссужать отдельным лицам и организациям.

Источник: Всемирный банк (2012).

они получают в следующем). Если подобные тенденции получат развитие в будущем, то это сделает секьюритизацию обеспеченных счетами займов куда менее важной.

Страховые и пенсионные компании накапливают большой объем фондов, которые можно давать в кредит, в форме страховых премий, выплачиваемых по договорам страхования. Например, в 2012 году компания

Ping An собрала в качестве премий примерно 33 млн долл. США, а выплатила по претензиям лишь 20 млн. Остальную сумму компания может инвестировать или ссужать владельцам полисов, а также тем, кто ими не владеет.

На Рисунке 12 показан объем пенсий и активов страховых компаний во многих странах «быстроразвивающейся дюжины» (для сравнения он выражен как процент

от ВВП). Страховые компании и пенсионная система в таких странах, как Бразилия и Аргентина, открывают широкие возможности для теневого банковского операций. Страховые компании могут продавать риски, связанные с данными страховыми полисами (процесс, известный как перестрахование), или ссужать часть дополнительных денежных средств, причем для этого им не нужно оставаться в достаточной мере капитализированными и ликвидными. Такие страны, как Турция и Россия, также предоставляют возможности для теневого банковского операций, хотя причины для этого разные. В этих странах имеется перспектива развития больших пенсионных и страховых рынков. Чем раньше теневые банковские структуры начнут думать о перепродаже пенсионных и страховых полисов, тем более глубокими они смогут сделать эти рынки.

инвесторам, которые пользуются услугами теневого банков? В целом более комплексные методы разделения риска и передачи долговых выплат приводят к повышению доходности.

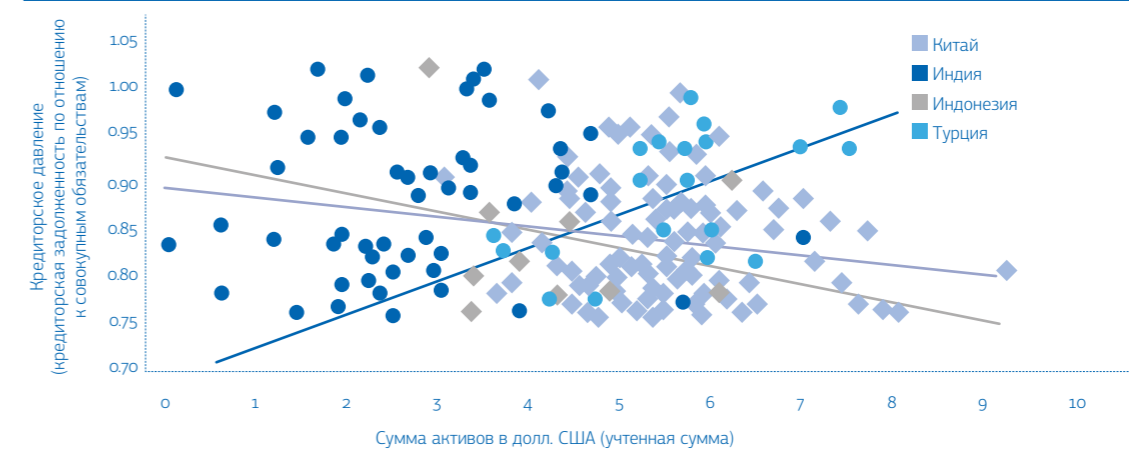
На Рисунке 13 показана доходность от разных видов финансирования, связанного с тенью банковскими операциями; данные собраны из разных источников. Поскольку для данных типов финансирования не существует определенных ставок-ориентиров, приведенные показатели лишь примерно демонстрируют уровень соответствующей доходности. Вместе с тем в той мере, в которой указанная доходность отражает действительность, различные виды кредитования под обеспечение фактически превосходят кратковременное кредитование под честное слово. На первый взгляд, это кажется непонятным. Почему кредитование под обеспечение должно давать более высокую доходность? Суть заключается в комплексной организации подобного кредитования, которое позволяет получить такую доходность. Прибыль от ценных бумаг, обеспеченных активами, инвесторы получают за счет более

### В какие типы активов следует инвестировать тенью банкирам?

Какие типы транзакций теневого банков, по всей вероятности, принесут прибыль

Рисунок 13. «Синтетическое» кредитование обеспечивает гораздо более высокий уровень доходности по сравнению с простыми инструментами теневого банковского операций			
Инструмент	Стоимость в США	Доходность*	Описание
Соглашения об обратном выкупе	2,8 трлн долл. США	5%	Финансовый или «обычный» бизнес испытывает потребность в денежном займе. Компания «дает займы» активы высокой категории (например, государственные облигации) и выкупает их обратно по преобладающей на рынке (или более высокой) процентной ставке.
Денежно-рыночные совместные фонды	2,6 трлн долл. США	2%	Инвесторы могут выкупить несколько групп долговых обязательств, выпущенных банками и компаниями. Как правило, такие долговые обязательства в скором времени (менее чем через 3 месяца) подлежат оплате. Процентная ставка будет зависеть от того, насколько заемщик готов к риску. Это просто, но не очень прибыльно.
Обеспеченные залогом долговые обязательства	1,8 трлн долл. США	5%	Это то, о чем мы преимущественно говорили в данном кратком обзоре. Посредник выкупает долги у банков и компаний и перекомпоновывает эти долги в виде новых ценных бумаг. Инвесторы покупают эти ценные бумаги (при помощи денежных траншей — в зависимости от своей готовности рисковать).
Негосударственные ценные бумаги с ипотечным покрытием	640 млрд долл. США	6%	Схема такая же, как описано выше, — за исключением того, что ссуды под залог недвижимости представляют собой долг, лежащий в их основе. Большинство читателей узнают в этом причину кризиса рынка «субстандартного» ипотечного кредитования в США. В теории, если ипотечные кредиты не относятся к классу субстандартных, то это отражает устойчивый метод ипотечного финансирования.
Ценные бумаги, обеспеченные активами	640 млрд долл. США	5,2%	Ошибочный термин — речь идет о займах по кредитным картам, задолженности за обучение, ссудах на покупку автомобиля и тому подобном. Схема такая же, как в вышеприведенных примерах.
Кредитование ценными бумагами	550 млрд долл. США	1,5%	Держатель акций или других ценных бумаг выдает кредит на часть своего портфеля в обмен на плату. Это просто, но не очень прибыльно.
Ценные бумаги, обеспеченные активами	280 млрд долл. США	3%	Компания выпускает кратковременное долговое обязательство и обещает компенсировать сумму или теряет обеспечение (например, промышленную установку или землю). Это просто, но не очень прибыльно.

Рисунок 14. В Индонезии с увеличением размеров активов «кредиторское давление» возрастает, превращая эти компании в главных клиентов теневого банков



Данные на рисунке демонстрируют «кредиторское давление» (которое определяется как отношение кредиторской задолженности к совокупным обязательствам) по сравнению с учтенной суммой активов компании. Обычно кредиторская задолженность подлежит оплате через месяц. Таким образом, наши оценки кредиторского давления ориентированы на определение того, в какой степени эти компании нуждаются в кратковременном финансировании (что нередко становится характеристикой теневого банковского операций). Мы показываем компании с уровнем кредиторского давления около 0,75.

Источник: WRDS (2013).

Источники: индекс теневого банковского операций Deloitte за 2012 год. Указанная нами доходность активов отражает наши наиболее обоснованные суждения о прибыльности обращающихся на рынке индексов и продукции в минувшие годы.

Суммы округлены до ближайшей значимой цифры.  
\* Данные о доходности приводятся из отраслевых источников.

низких затрат на соблюдение нормативно-правовых требований, ориентации на запланированные риски, а также нередко благодаря налоговым льготам.

Некоторые типы теневого банковских активов со всей очевидностью по-разному удовлетворяют разнообразные потребности клиентов.

На Рисунке 14 показано, как разные виды продуктов теневого банковского сектора могут соответствовать различным требованиям компаний. В данном случае мы предлагаем использовать индикатор «кредиторского давления». Этот индикатор отражает пропорциональное отношение общих обязательств, как правило, подлежащих исполнению в течение месяца (обычно для операционных расходов, оплачиваемых по кратковременному кредиту). Три направления данных указывают на различия в потребностях (и таким образом — на отличия в способах получения прибыли от теневого банковского сектора, ориентированных на этих клиентов). Во-первых, индонезийские компании, испытывающие высокий уровень кредиторского давления, владеют более существенным объемом активов для обеспечения кратковременных долгов, чем их индийские коллеги (на правой стороне графика больше черных точек, тогда как слева больше коричневых треугольников). Во-вторых, в Китае и Индии более крупные компании (с точки зрения активов) подвергаются меньшему кредиторскому давлению. Нисходящие линии, отмеченные на графике как Китай и Индия, демонстрируют эту отрицательную взаимосвязь. В Индонезии компании с более существенным объемом активов испытывали более значительное кредиторское давление (по крайней мере в 2011 году). Таким образом, индонезийские компании представляют собой лучший рынок для теневого банковского сектора. Спрос на услуги теневого банковского сектора, продиктованный кредиторским давлением, также соответствует активам, которые имеются в наличии для обеспечения займов

Если бы теневые банки занялись кредитованием десяти компаний с наивысшим показателем риска, задействовав каждый из семи применяемых нами индикаторов, они смогли бы получить (по нашим упрощенным предположениям) доход в размере 2,2 млрд долл. США

теневого банковского сектора. В-третьих, индийские компании по таким же суммам активов имеют более высокие уровни кредиторского давления, чем в Китае или Индии. Это давление подразумевает, что спрос на услуги теневого банковского сектора в Индии, скорее всего, превышает спрос в Китае или Индонезии (по меньшей мере по кредитному финансированию).

Теневые банки могут использовать данные о кредиторском давлении для определения возможных будущих клиентов.

На Рисунке 15 показаны названия компаний (из числа представленных на предыдущем графике) с наиболее высокими уровнями кредиторского давления. Если бы теневые банки занялись кредитованием десяти компаний с наивысшим показателем риска, задействовав каждый из семи применяемых нами индикаторов, они смогли бы получить (по нашим упрощенным предположениям) доход в размере 2,2 млрд долл. США.

**Рисунок 15. Использование данных по компаниям для определения потенциальных клиентов теневого банковского сектора**

Индикатор спроса на теновые банковские услуги*	Десятка компаний-лидеров	Доход**
Кредиторское давление (кредиторская задолженность по отношению к совокупным обязательствам)	Suning Commerce Group (Китай), 9,3 млрд долл.; Reunert (ЮАР), 6,1 млрд долл.; Blue Label Telecoms (ЮАР), 4,9 млрд долл.; Dongfeng Automobile (Китай), 3 млрд долл.; Wuhu Port Storage & Trans (Китай), 2,6 млрд долл.; Combined Motor (ЮАР), 2,5 млрд долл.; Xiamen King Long Motor (Китай), 2,1 млрд долл.; BYD Electronic Intl (Китай), 1,9 млрд долл.; Protek (Россия), 1,8 млрд долл.; «М Видео» (Россия), 1,8 млрд долл.	108 млн долл.
Давление системы сборов	BTG Pactual Group (Бразилия), 67,4 млрд долл.; Quinenco (Чили), 50,1 млрд долл.; Saudi Kayan Petrochemical (ЮАР), 12,5 млрд долл.; Объединенная авиастроительная корпорация (Россия), 8,2 млрд долл.; Gafisa SA (Бразилия), 5,7 млрд долл.; Yazicilar Holding (Турция), 5,5 млрд долл.; Mendes Jr. Construction (Бразилия), 5,5 млрд долл.; China First Heavy Industry (Китай), 5,3 млрд долл.; Sinovel Wind Group (Китай), 5,4 млрд долл.; Energy Transmission Alliance (Бразилия), 3,9 млрд долл.	510 млн долл.
Дебиторская задолженность по отношению к доходам	Семtex (Мексика), 44 млрд долл.; National Steelmaking Company (Бразилия), 28,1 млрд долл.; Fibria Celulose (Бразилия), 16,7 млрд долл.; Cosan (Бразилия), 13,3 млрд долл.; OGX Petroleum (Бразилия), 85,9 млрд долл.; All-America Latino Logistics (Бразилия), 8,5 млрд долл.; Videcon Industries (Индия), 8,4 млрд долл.; Объединенная авиастроительная корпорация (Россия), 8,2 млрд долл.; Hyperbrands (Бразилия), 8,0 млрд долл.	471 млн долл.
Давление по быстрым процентным ставкам	China National Building Materials (Китай), 24,5 млрд долл.; CIA Mining Energy (Бразилия), 22,4 млрд долл.; Mobile Telecommunication Company (ЮАР), 7,1 млрд долл.; UOL Group (Сингапур), 6,8 млрд долл.; GAFISA (Бразилия), 5,7 млрд долл.; COSCO (Сингапур), 5,6 млрд долл.; Xinren Aluminium (Сингапур), 4,3 млрд долл.; Челябинский трубопрокатный завод (Россия), 4,2 млрд долл.; Sunvic Chemical (Сингапур), 4,1 млрд долл.	265 млн долл.
Выплата процентов по отношению к текущим обязательствам	Consciencefood (Сингапур), 48 млрд долл.; OGX Petroleum (Бразилия), 8,6 млрд долл.; NMDC (Индия), 5,7 млрд долл.; National Petrochemical (ЮАР), 5,3 млрд долл.; Southwest Securities (Китай), 2,8 млрд долл.; Saudi Arabian Fertilizers (ЮАР), 2,5 млрд долл.; Jinduicheng Molybdenum (Китай), 2,3 млрд долл.; Aneka Tamang (Индия), 1,7 млрд долл.; Changtian Plastic & Chemical (Сингапур), 900 млн долл.; Shenzhen Yantian Port (Китай), 838 млн долл.	153 млн долл.
Долговая нагрузка	Quinenco (Чили), 50,1 млрд долл.; Companhia Siderurgica Nacion (Бразилия), 28,1 млрд долл.; China Yangtze Power (Китай), 24,5 млрд долл.; Powergrid (Индия), 20,2 млрд долл.; China Longyuan Power Group (Китай), 14 млрд долл.; Nhpc (Индия), 12,9 млрд долл.; Telekomunikasi Indonesia (Индонезия), 11,8 млрд долл.; Cesp-Cia Energetica Sao Paul (Бразилия), 10,9 млрд долл.; All America Latina Logistica (Бразилия), 8,5 млрд долл.; Reliance Power (Индия), 8,4 млрд долл.; ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация» (Россия), 8,2 млрд долл.	568 млн долл.
Отношение долговых обязательств к совокупным	Indofood Agri Resources (Сингапур), 26 млрд долл.; Bunitama Agri (Сингапур), 5,2 млрд долл.; Samko Timber (Сингапур), 1 млрд долл.; Global Palm Resources (Сингапур), 970 млн долл.; Consciencefood (Сингапур), 480 млн долл.; «Газпром» (Россия), 370 млн долл.; Petrobras-Petroleum (Бразилия), 360 млн долл.; Petrochina (Китай), 300 млн долл.; China Petroleum and Chemical (Китай), 180 млн долл.; Vale (Бразилия), 140 млн долл.	106 млн долл.
Риск отсутствия наличных денег		
Отношение денежных средств к краткосрочным обязательствам		
Давление по проценту от краткосрочных вложений		
Проценты по отношению к кредиторской задолженности		
Давление по доходной части		
Отношение дебиторской задолженности к кредиторской		

\* Диапазоны по следующим индикаторам: кредиторское давление (от 1 до 0,75), давление системы сборов (от 1 до 100), давление по быстрым процентным ставкам (от 0,25 до 2), долговая нагрузка (от 1 до 0,33), риск отсутствия наличных денег (от 0,05 до 1,0), давление по проценту от краткосрочных вложений (от 100 до 2).

\*\* В доходах учитывается то, что компании, испытывающие давление, заимствуют 30% стоимости своих активов, «гарант размещения займа» от теневого банка получает комиссию в размере 1% от данного займа (независимо от того, платит компания по ставке 2% или 12%), а давление по дебиторской задолженности составляет от 10 до 100.

## IV. Улучшение деятельности теневых банков

Что именно «небанковские, другие финансовые учреждения» в «быстроразвивающейся дюжине» (которые мы называем теневыми банками) могут сделать для увеличения объема продаж ценных бумаг? Этим фирмам понадобится повысить число записанных и консолидированных займов, а также увеличить процентные ставки, выплачиваемые по данным займам, и объем полученных от них ценных бумаг (именно поэтому они называются производными инструментами). Им также потребуется увеличить спрос на эти «производные» ценные бумаги, повышая таким образом их стоимость и доходность. В целях расширения рынка теневых банковских услуг теневые банки могут работать с целым рядом партнеров и потенциальных клиентов.

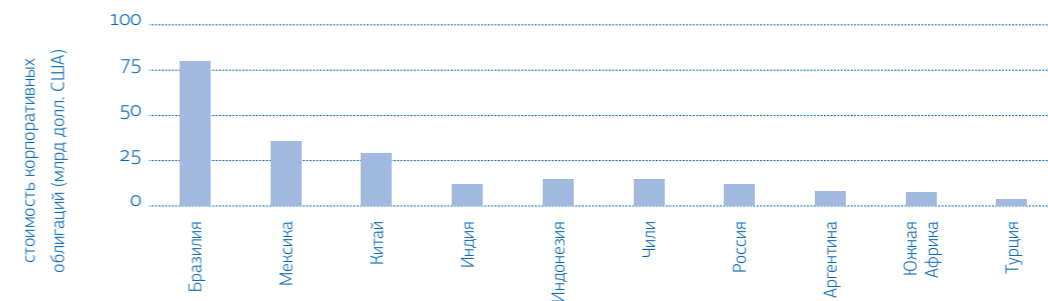
### Сотрудничество с крупными кредитоспособными компаниями с целью выпуска облигаций

Основная часть теневого банковского сектора, особенно на быстроразвивающихся рынках, преуспевает, используя в качестве обеспечения облигации с высоким рейтингом. В рамках соглашений об обратном выкупе

Теневые банкиры, стремящиеся к развитию рынков корпоративного долга, должны сконцентрироваться на Турции и Южно-Африканской Республике

(или РЕПО) заемщики на несколько дней «продают» кредиторам облигации с высоким рейтингом, а затем выкупают их обратно по более высокой цене, которая отражает преобладающие процентные ставки. В России облигации используются в качестве обеспечения в 26% всех соглашений об обратном выкупе. В других странах это соотношение отличается. Обычно в странах ОЭСР компании используют государственные облигации, поскольку они более надежны. Активное использование государственного долга в теневых банковских операциях побудило аналитиков, таких как Золтан Позсар, эксперт Министерства финансов США, рекомендовать правительству США выпустить больше краткосрочных казначейских векселей в целях расширения основы для теневой бан-

Рисунок 16. Бразилия и Мексика представляют собой хорошие площадки для функционирования рынка РЕПО на основе корпоративных облигаций



Данные на графике отражают стоимость частных негарантированных облигаций, не погашенных в 2011 году, в текущих долл. США.

Источник: Всемирный банк (2013).

ковской деятельности. Тем не менее во многих странах «быстроразвивающейся дюжины» в вопросах погашения компании могут в гораздо большей степени доверять другим крупным компаниям, чем правительству. В странах «быстроразвивающейся дюжины» именно компании, а не правительства должны выпускать больше краткосрочных займов, подкрепленных обязательствами.

Теневые банки могут побуждать более крупные кредитоспособные и надежные компании выдавать больше краткосрочных займов. Эти ссуды, которые называют краткосрочным коммерческим векселем или краткосрочным простым векселем, могут служить основой для роста (все еще стабильного) теневого банковского сектора.

На Рисунке 16 показан размер кредитных рынков во многих странах «быстроразвивающейся дюжины». В абсолютном выражении Бразилия и Мексика обладают самыми крупными рынками для такого креди-

тования. Самые маленькие рынки в Турции, Южно-Африканской Республике и Аргентине. С одной стороны, теневые банкиры, стремящиеся извлечь выгоду на относительно глубоких рынках корпоративного долга для секьюритизации краткосрочного кредитования, должны сосредоточиться на Бразилии и Мексике. С другой стороны, теневые банкиры, стремящиеся к развитию рынков корпоративного долга, должны сконцентрироваться на Турции и Южно-Африканской Республике.

Компании могут прибегать к тому же виду секьюритизации, которым пользуются теневые банки.

На Рисунке 17 представлено сравнение традиционной цепочки создания стоимости теневого банковского сектора и подобной ей цепочки конгломератами из стран «быстроразвивающейся дюжины».

В рамках традиционного теневого банковского процесса теневые банкиры соби-

рают займы с высоким уровнем риска (или любые другие приносящие доход активы) в пакеты. Они разбивают эти пакеты на транши (в каждом транше активы делятся по уровню рисков), после чего распродают транши заинтересованным инвесторам. Почему компании не могут сделать это напрямую? Большой конгломерат может взять денежные займы для финансирования буквально сотен своих проектов посредством теневого банковского сектора. Финансовый отдел компании может организовать корпорацию и перевести займы на баланс этой недавно созданной корпорации (которую иногда называют «компанией специального назначения»). Компания специального назначения может выпустить акции и использовать выручку для выплаты банковских займов. В дальнейшем проведенная через теневой банк компания, принадлежащая данной ком-

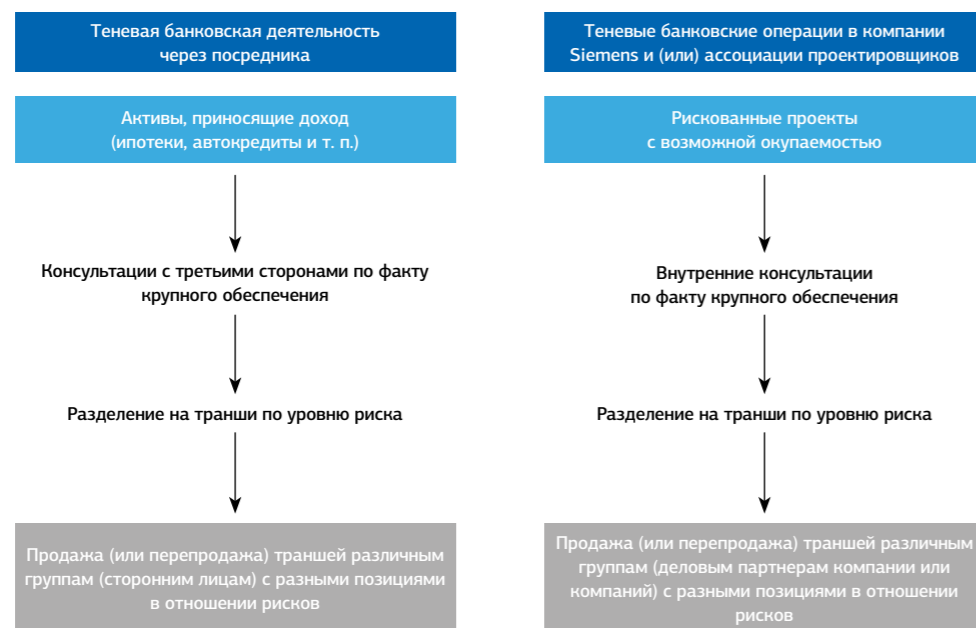
пании, может выдавать дивиденды, используя средства, полученные благодаря займам.

### Расширение коммерческого кредита

Теневым банкам, стремящимся к увеличению объемов выдачи кредитов, следует рассмотреть возможность коммерческого кредитования. Эмитенты денег, продавцы и перевозчики, которым необходимо доставить товар до получения платежей от своих клиентов, прибегают к коммерческому кредиту. И все же во многих странах «быстроразвивающейся дюжины» торговым компаниям катастрофически не хватает подобного финансирования.

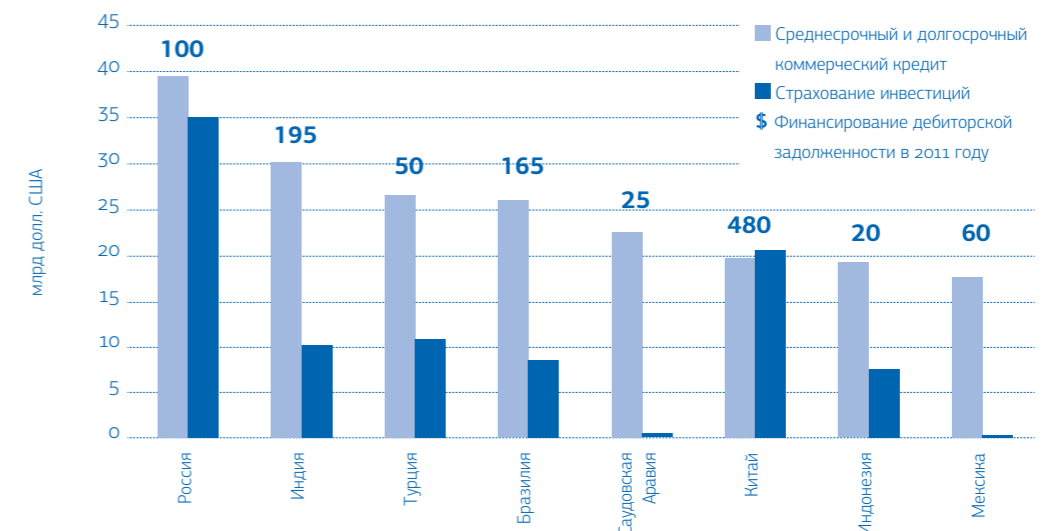
На Рисунке 18 представлены суммы среднесрочного и долгосрочного коммерческого финансирования, о которых сооб-

**Рисунок 17. Могут ли компании в странах «быстроразвивающейся дюжины» снимать деньги с банковских счетов для помещения в ценные бумаги в рамках цепочки создания стоимости теневого банковского сектора?**



Источник: анализ автора.

**Рисунок 18. Торговое кредитование и страхование инвестиций, возникающие в большинстве крупных стран «быстроразвивающейся дюжины»**



Данные на графике показывают сумму продленного торгового кредита в разных странах (светлые столбцы) и сумму страхования инвестиций (темные столбцы). В большинстве стран сумма страхования инвестиций (огромные кредитно-дефолтные свопы) не может даже сравниться со скромными предложениями коммерческого кредита. В серых ячейках также показаны суммы дебиторской задолженности на конец 2011 года. Дебиторская задолженность отражает суммы, которые другие стороны задолжали компании, а коммерческий кредит — суммы, которые должна сама компания. Дебиторская задолженность представляет собой общую сумму дебиторской задолженности, задекларированную компаниями в 2011 году и конвертированную в долл. США по среднегодовому курсу.

Источник: Бернский союз, данные по страхованию коммерческих кредитов и инвестиций (2012), и Служба компьютерной статистики WRDS, данные о дебиторской задолженности (2013).

щает Бернский союз (группа финансовых и страховых компаний). В странах «быстроразвивающейся дюжины», где мы смогли получить данные, объем коммерческого кредита представляется микроскопическим по сравнению с объемами торговли, которую ведут эти страны. В России, например, среднесрочное и долгосрочное коммерческое финансирование в 2011 году составило 40 млрд долл. США — примерно 8% торгового оборота России только с ЕС. В других странах с крупной экономикой, таких как Индия, Бразилия и даже Китай, объемы среднесрочного и долгосрочного коммерческого финансирования крайне малы (получить данные о краткосрочном финансировании нам не удалось).

Две другие тенденции, отраженные в данных о коммерческом финансировании, указывают на возможности для теневого банкинга. Во-первых, финансирование дебиторской задолженности превышает финансирование кредитования деятельности,

связанной с торговлей. Иными словами, компании в Индии (и в других странах — в той мере, в которой можно сопоставить эти данные) выдают своим партнерам гораздо более крупный коммерческий кредит по сравнению с тем, что они получают от своих банков. На графике можно увидеть, что в 2011 году индийские компании выдали 195 млрд долл. США по сравнению с 30 млрд долл. США, которые они получили в качестве среднесрочного или долгосрочного коммерческого кредита. Эти компании могут с легкостью секьюритизировать фонды дебиторской задолженности, воспользовавшись вышеописанным способом. Во-вторых, будущие теневые банкиры могут выписать страховку на потерю инвестиций в результате теневого банковского операций или инвестиционной деятельности других лиц. На Рисунке 18 показано, что сумма страхования инвестиций (позволяющего банкам получать страховые премии и производить выплаты в случае, если они поте-

ряют деньги по своим инвестициям) составляет менее 10 млрд долл. США. Страхование инвестиций, помогающее снизить риск при расширении торгового кредита, может способствовать увеличению прибыли теневого банкинга, стабилизировать печально известную своей неупорядоченностью инвестиционную среду в этих странах и углубить кредитные рынки.

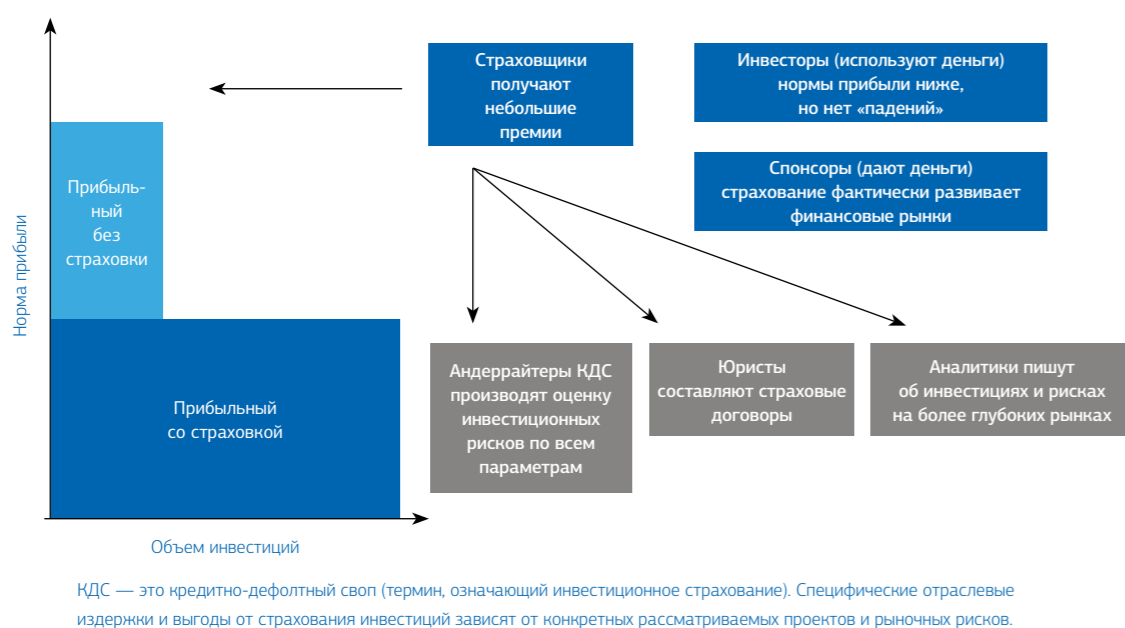
На Рисунке 19 представлен способ, в рамках которого углубление деятельности по страхованию инвестиций позволяет расширить деятельность, связанную с банковскими операциями. Страхование инвестиций снижает доходность, поскольку инвесторам приходится выплачивать страховые премии. В то же время такое страхование превращает широкий спектр весьма рискованных инвестиций в потенциально прибыльные. Данные, по-видимому, поддерживают мнение о том, что углубление рынков страхования инвестиций (по меньшей мере страхования, связанного с дефолтом суверенных облигаций) коррелирует с углублением рынков корпоративного консультирования, анализа и различных типов инвестиций. Согласно данным МВФ, на конец 2012 года кредит-

но-дефолтные свопы по суверенным долговым обязательствам Бразилии достигали 156 млрд долл. США. Эти суммы можно сравнить со 109 млрд долл. США для России. Основная часть таких страховок составлена (подписана) за пределами этих стран. Спрос на кредитно-дефолтные свопы (страхование инвестиций по суверенным долговым обязательствам) по большей части имеет отношение как к фактическому риску для базовых облигаций, так и к фондам, доступным для страхования от рисков, связанных с этими облигациями. В то же время точка зрения бизнес-кластеров на страхование инвестиций, о чем идет речь в этом докладе, по-видимому, остается в силе. Страны, которые развивают более глубокие и ликвидные рынки в сфере страхования инвестиций, как правило, располагают широким спектром услуг, поддерживающих все виды банковских операций (включая теневые).

### Расширение (но не чрезмерное) кредитования недвижимости

Кризис субстандартного ипотечного кредитования в Америке обусловил стойкое не-

Рисунок 19. Создание бизнес-кластера по страхованию инвестиций



Источник: авторские данные (на основе наблюдений в США). За основу взята модель кластерного развития Портера.

Рисунок 20. В большинстве стран «быстроразвивающейся дюжины» кредитование недвижимости носит несистематический характер

	Отношение жилищного кредитования к ВВП	Отношение займов к доходам	Процент секьюритизированных займов	Широкое использование страхования
Южная Африка	33%	27%	Ограничен	Нет
Мексика	10%	28%	10%	Около 12%
Индия	7%	—	Невелик	Нет
Турция	5%	30%	—	—
Бразилия	3%	33%	На начальной стадии	Нет
Индонезия	3%	33%	Менее 1%	—
Россия	2%	30%	Некоторый процент (крупные банки)	Да
Саудовская Аравия	2%	27%	Некоторый процент	Да
Аргентина	1%	—	Очень невелик	Нет
Китай	—	—	Велик	Нет
Сингапур	—	—	0%	Нет

Источник: Совет по финансовой стабильности (2011).

«—» означает, что нам не удалось получить эти данные.

В некоторых случаях мы суммировали показатели в исходных диапазонах, приняв среднее значение. Например, мы представили в сводном виде диапазон соотношений займов и доходов для Турции (от 20 до 40%), приняв его за 30 %.



приятие активов с ипотечным покрытием во всем мире. Подобные представления несостоятельны. Секьюритизация недвижимости помогает распределить риски и увеличить фонды, доступные семьям и инвесторам, которые могут наилучшим образом воспользоваться этой недвижимостью.

На Рисунке 20 показано, что страны «быстроразвивающейся дюжины» лишь в незначительной степени полагаются на кредитное финансирование при покупке недвижимости. По доле от ВВП Южно-Африканская Республика, показатель которой составляет 33% от ВВП, лидирует в списке жилищного кредитования. В Аргентине на эти цели направляется менее 1% от суммы ВВП. Если жилищное кредитование отражает ситуацию в коммерческом кредитовании, то его недостаток указывает на то, что финансисты могут найти новые способы привлечения денежных средств на рынки.

Эти данные свидетельствуют о том, что теневые банковские операции, подкрепленные недвижимостью, способны обеспечить очень хорошую возможность для

Углубление рынков страхования инвестиций (по меньшей мере страхования, связанного с дефолтом суверенных облигаций) коррелирует с углублением рынков корпоративного консультирования, анализа и различных типов инвестиций

становления. Во-первых, за исключением ЮАР и Мексики в большинстве стран «быстроразвивающейся дюжины» на жилищное кредитование приходится менее 10% ВВП. Эти коэффициенты крайне далеки от показателей США — 85% от ВВП. С учетом средних соотношений займов и доходов, составляющих во всей «быстроразвивающейся дюжине» около 30%, активное размещение субстандартных займов представляется маловероятным. В тот момент, когда США,

вероятно, достигли одной крайней точки в вопросах секьюритизации, страхования и увеличения объемов ипотечного кредитования, большинство стран «быстроразвивающейся дюжины» оказались в другой. В Саудовской Аравии и Аргентине кредитование по-прежнему носит несистематический характер. Самые крайние показатели секьюритизированных займов в этих странах оказываются также наименее экономичными и предоставляют меньше возможностей для инвестирования в сфере ипотечных банковских операций.

Рисунок 21. Прогресс в проведении реформы рынка внебиржевых производных ценных бумаг (по состоянию на апрель 2013 года)

	Центральные расчеты	Обмен/ торговая площадка	Передача отчетов в торговый репозиторий	Капитал	Прибыль
Аргентина					
Бразилия			5	4	
Китай	2	4	4		
Индия	4	3	5	4	3
Индонезия		5	5		
Мексика	1	1	1	5	
Россия	4	4	4	4	
Саудовская Аравия	-	-	4	4	
Сингапур	4	1	4	6	
Южная Африка	4	4	4	6	
Турция	4		4		

Источник: Совет по финансовой стабильности (2012).

# V. Подготовка к посткризисному законотворчеству

Опыт США (и в меньшей степени ЕС) побудил страны «быстроразвивающейся дюжины» перенять их законодательные ограничения на теневые банковские операции. В некоторых случаях — например, в Китае в 2013 году — увеличение количества законов, касающихся роста теневого банковского рынка, возможно, повысило устойчивость общих рынков. И все же органы регулирования в Индии, Турции и Индонезии оказывают плохую услугу своим кредитным рынкам, перенимая мнимый «лучший опыт» США и ЕС в области законодательства, касающегося теневого банковского сектора. Руководителям финансовых корпораций, торговых ассоциаций, фирм по управлению состояниями и (за неимением лучшего термина) спекулятивных брокерских фирм в странах «быстроразвивающейся дюжины» нужно использовать существующие возможности теневого банковского сектора прежде, чем они исчезнут.

## Использование юрисдикций, благоприятных для финансирования на основе производных инструментов

Органы регулирования во многих странах «быстроразвивающейся дюжины» стремятся пресечь торговлю производными ценными бумагами, которые формируют стержень теневого банковского сектора. Обеспеченные долговые облигации представляют собой производные инструменты от займов, лежащих в основе большинства теневого банковского сектора операций.

На Рисунке 21 представлены численные показатели прогресса каждой юрисдикции в проведении предложенных Советом по финансовой стабильности реформ на рынках внебиржевых производных ценных бумаг. Мексика и Китай во многом избежали международной тенденции требовать огласки и продажи деривативных контрактов. Бразилия, Индонезия и Саудовская Аравия даже не сообщают о степени своего прогресса в принятии таких правил. Представленные

данные четко указывают на двойственность мнения о реформе регулирования, которая направлена на продажу внебиржевых производных ценных бумаг в этих странах. На первый взгляд, эти страны представляются потенциально благоприятной юрисдикцией для подписания, продажи и перепродажи в рамках международной теневого банковской деятельности. Очевидно, что страны, выступающие против внедрения рекомендаций FSB, смогут привлечь теневого банковского сектора из-за границы, обогатив таким образом свои финансовые учреждения, которые приносят коммерческий доход в теневого банковского сектора активах.

В то же время органы регулирования, вероятно, еще не скоро введут строгие ограничения на теневого банковского сектора операции даже в относительно расположенных к сотрудничеству странах «быстроразвивающейся дюжины».

Рисунок 22 дает представление о языке, который используется Советом по финансовой стабильности в рекомендациях, касающихся реформ теневого банковского сектора деятельности в Группе двадцати. Язык всех (без исключения) рекомендаций слишком неконкретен для применения. Рекомендации, ориентированные на «обзоры» и «оценки», не обеспечивают изменения статус-кво. Рекомендации «оценить» положения, касающиеся ликвидности теневого банковского сектора и требований к капиталу, не содержат вообще никаких указаний. С одной стороны, существующих и потенциальных теневого банковского сектора должна беспокоить подобная неконкретность (или, выражаясь менее снисходительно, бессодержательность). Прежде органы финансового регулирования в странах «быстроразвивающейся дюжины» уже допускали ошибки, уклоняясь в сторону избыточного регулирования. Рекомендации FSB обеспечивают национальным органам регулирования, таким как Комиссия по регулированию банковской деятельности Китая, Резервный банк Индии и Федеральная служба по финансовым рынкам России, нормативный стимул (без руководства). С другой стороны, подобная неконкретность, возможно, означает, что органам

регулирования потребуются десятилетия, чтобы прийти к достаточно конкретным нормам, которые позволят внедрить эти абстрактные принципы.

Небанковские финансовые учреждения (теневые банки) стран «быстроразвивающейся дюжины» должны получить как можно больше прибыли, пока еще есть возможности для проведения теневых банковских операций. Мы считаем, что «окно возможностей» для теневых банкиров, работающих исключительно в странах «быстроразвивающейся дюжины», будет существовать на протяжении 3–4 лет. Во-первых, финансовым учреждениям, базирующимся в ЕС и США (особенно их небанковским «родственникам»), придется выполнять более жесткие требования

в сфере надзора, капитализации и ликвидности, даже если они работают в иностранной юрисдикции. Нечетко сформулированные нормативно-правовые стандарты в странах «быстроразвивающейся дюжины» не всегда смогут помочь им. Следовательно, они получат стимул уравнивать правила игры, исключив любые конкурентные преимущества, которыми обладают компании из стран «быстроразвивающейся дюжины» благодаря таким неясным нормативным актам. Во-вторых, органы регулирования ЕС и США лишь недавно представили специальные положения, позволяющие привести в исполнение нормативные акты широкого спектра действия, принятые их законодательными органами (такие как закон Додда-Франка). Поскольку

и банкиры, и органы регулирования лучше знают эти нормативные акты, давление с целью их копирования в странах «быстроразвивающейся дюжины» будет возрастать.

#### Расширение теневых банковских операций до появления новых нормативных актов

Быстрые изменения в законодательстве, регулирующем теневую банковскую деятельность, все больше затрудняют конкуренцию на этом рынке. Рекомендации FSB выглядят сравнительно утешительными. Тем не менее новое законодательство в ЕС и США ставит перед теневыми банкирами (и их возможными коллегами) две проблемы.

Во-первых, многие теневые банковские отношения в какой-то мере «касаются» США или ЕС. Банк или же физическое/юридическое лицо в США или ЕС может продавать кредиты, которые были объединены в пакеты в России или в Индонезии. Американский или европейский институциональный инвестор может покупать ценные бумаги, обеспеченные этими российскими или индонезийскими кредитами. Из-за таких «связей» подобные традиции подпадают под действие законов США и ЕС. Во-вторых, органы регулирования в странах «быстроразвивающейся дюжины» в конечном счете скопируют законы, принятые в США и (или) ЕС.

Простой пример позволяет продемонстрировать, по какой причине органы регулирования в Мексике и (или) в Китае могли бы скопировать этот нормативный акт. Представим, что теневая банковская группа в турецком банке Finansbank приобретает объединенные в пакет кредиты из Болгарии, а затем продает эти ценные бумаги крупным американским институциональным инвесторам, работающим на Балканах. Закон Додда-Франка в США и Правила регулирования инфраструктуры европейского финансового рынка требуют предоставле-

Политики в странах «быстроразвивающейся дюжины» должны быть готовы задержать введение реформ FSB. В сочетании с правилами, благоприятными для теневых банков, тактика задержки может привлечь большие объемы капитала в банковские и небанковские структуры этих стран

ния большего объема отчетности об операциях такого рода. Должен ли Finansbank отчитываться перед болгарскими властями? Следует ли ему проводить клиринг таких операций в расчетной палате Турции? Или США? Если органы регулирования будут заниматься только копированием, то масштаб этих проблем может быть уменьшен, что сократит расходы на соблюдение законодательных норм для финансовых учреждений, работающих по всему миру.

Какие законы с наибольшей вероятностью повлияют на теневую банковскую деятельность в странах «быстроразвивающейся дюжины» в ближайшие годы?

На Рисунке 23 показаны основные законодательные акты ЕС, касающиеся теневой банковской деятельности (как на законодательном, так и на нормативно-правовом уровнях). В США действуют подобные законы. В рамках девяти нижеприведенных законов рекомендации FSB уже начали применяться на практике — по крайней мере в ЕС. Вместе взятые, эти законы окажут трехстороннее воздействие на теневую банковскую деятельность. Во-первых, теневому банковскому сектору придется приводить свою работу в гораздо большее соответствие с традиционными банковскими

Рисунок 22. При излишне старательном выполнении неясно сформулированных рекомендаций FSB органы регулирования могут разрушить зарождающиеся теневые банковские секторы в странах «быстроразвивающейся дюжины»

Положение из рекомендаций FSB	Воздействие	Вероятный результат
1. «Включение» теневых банковских операций в балансы банков	Незначительное	Прозрачность обычно помогает рынкам, даже если вредит отдельным их участникам.
2. «Расширение» пределов по банковскому риску для теневых банков	Среднее	Такие пределы могут ограничить доступ к капиталу и (или) доступ клиентов к теневым банковским услугам.
3. «Пересмотр» требований к достаточности капитала теневых банков	Значительное	Требование о том, чтобы эти «каналы» удерживали значительные суммы капитала, будет иметь катастрофические последствия.
4. «Ограничение» способности банков субсидировать теневые банковские операции	Значительное	Отличное положение: не следует субсидировать более рискованные операции за счет менее рискованных.
5. «Укрепление» реформы взаимных фондов денежного рынка	Незначительное	Трудно понять, что конкретно FSB имеет в виду в данном случае.
6. «Оценка» нормативных актов о ликвидности теневых банков и требованиях в отношении минимального размера капитала	Значительное	Теневые банки имеют личную — равно как и системную — заинтересованность в том, чтобы предотвратить истощение капитала и повторное использование обеспечения.
7. «Решение вопроса» о стимулах, касающихся сеньюризации, таких как частичное уменьшение риска и повышение прозрачности	Значительное	Это может обернуться катастрофой, поскольку модель теневого банка основана на передаче рисков и недопущении раскрытия конкурентам способов работы системы.
8. «Тщательная оценка» нормативных актов, имеющих отношение к соглашениям об обратном выкупе и к кредитованию под залог ценных бумаг	Значительное	Данные акты представляют собой основу теневой банковской деятельности. Разработка дополнительных правил снизит ликвидность в существующей системе (по крайней мере в той части Группы двадцати, которая относится к ОЭСР).
9. «Дальнейшее повышение» прозрачности и уровня предоставления информационных отчетов	Значительное	Отсутствие отчетности ориентировано на то, чтобы не подпускать к работе конкурентов, а не органы регулирования. Цель будет заключаться в информировании, которое не оказывает разрушительного воздействия на рынки.
10. «Жесткость» в отношении стандартов андеррайтинга	Значительное	Время, когда субстандартные активы переходили к ничего не подозревающим институциональным инвесторам, прошло (или должно пройти).
11. «Ослабление» роли агентств по составлению кредитных рейтингов	Среднее	Смелый шаг с точки зрения теневых банкиров, а также органов регулирования.

Источник: Совет по финансовой стабильности (оценка выполнена авторами).

Термины в кавычках взяты из оригинального текста и позволяют проиллюстрировать трудности в толковании рекомендаций FSB.

ми операциями. Теневые банкиры должны будут удерживать гораздо больше капитала и принимать на себя часть основного риска. Во-вторых, эти законы устраняют значительную часть «тени» в теневой банковской деятельности. Увеличение объемов отчетности и использование централизованного

клиринга означает, что теневые банкиры больше не смогут тайно вести операции. В-третьих, рост расходов на соблюдение законодательных норм снизит прибыльность теневых операций. Рост теневой банковской деятельности до 100% мирового ВВП был обусловлен тем, что участники рынка име-

ли сильную мотивацию (получение прибыли) для использования операций теневых банков. Увеличение расходов на соблюдение законодательных норм повысит стоимость займов, сократит рынки прибыли для теневых банков и, следовательно, уменьшит количество доступных кредитов.

Укрепление процесса выработки политических решений в США и ЕС представляет собой временную возможность для компаний и банков из стран «быстроразвивающейся дюжины». Расходы на теневую банковскую деятельность в США и ЕС возрастут, прибыли снизятся, кредиты сократятся. Продавцы денег будут искать юрисдикции, где они по-прежнему смогут агрегировать кредиты, объединять их в пакеты, а затем с легкостью и в большом количестве продавать. Политики в странах «быстроразвивающейся дюжины» должны быть готовы задержать введение реформ FSB. В сочетании с правилами, благоприятными для теневых банков, тактика задержки может привлечь большие объемы

капитала в банковские и небанковские структуры этих стран.

На данный момент политики на быстроразвивающихся рынках, по-видимому, не способны или совершенно не желают ослабить бремя соблюдения законодательных норм, регулирующих теневую банковскую деятельность и другие финансовые услуги.

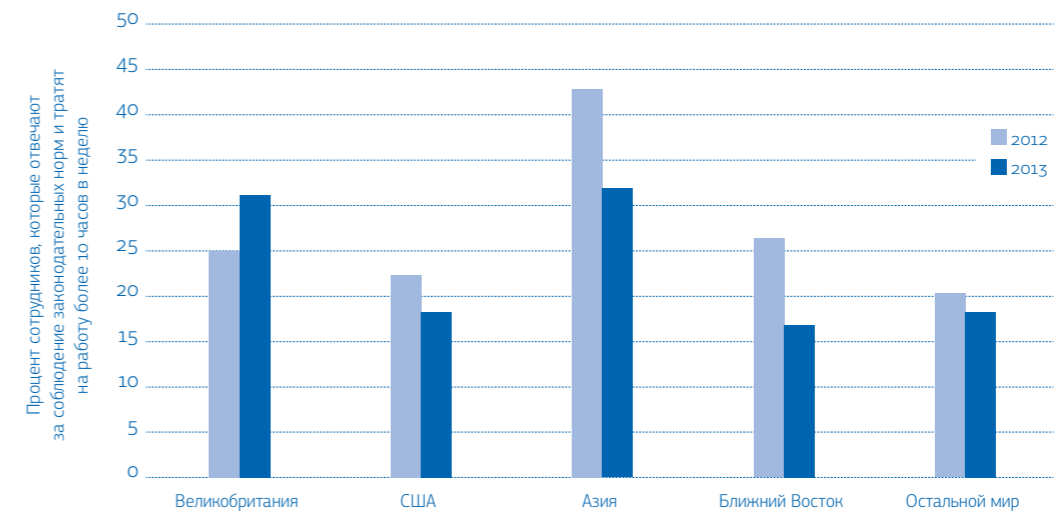
На Рисунке 24 показан процент сотрудников, которые отвечают за соблюдение норм в крупных финансовых учреждениях и тратят 10 и более часов в неделю на мониторинг изменений в нормативных актах, влияющих на бизнес их компаний. К таким сотрудникам относятся юристы, внутренние аудиторы, специалисты по рискам и другие работники, которые дают консультации по вопросам, связанным с влиянием новых законов на банки, страховые компании, инвестиционные дома и другие подобные предприятия их работодателей. По сравнению с другими юрисдикциями в Азии больше должностных лиц, которые отвечают за соблюдение законодательных норм и

Рисунок 23. Примеры законов ЕС, которые придут на ваш рынок

Сокращение	Законодательный акт и его описание	Воздействие на теневую банковскую деятельность
AIFMD	Директива по менеджменту альтернативными инвестиционными фондами	Независимые сеньоритизаторы будут контролироваться гораздо более жестко, но все же в меньшей степени, чем «почтенные» управляющие взаимных фондов и пенсионных фондов.
	Предоставляет руководителям хеджевых фондов и управляющим частным акционерным капиталом более жесткий набор правил.	
CRR	Нормативный акт о требованиях к достаточности капитала	В какой-то момент теневые банки, вероятно, подпадут под данные требования, предъявляемые к капиталу.
	Вводит минимальные уровни капитала для банков и небанковских учреждений. Уровни определяются принятыми рисками.	
CVA	Корректировка условной оценки	Теневым банкам, вероятно, придется учитывать влияние невыполнения обязательств контрагентом при получении займов и кредитовании.
	Корректировка капитала на основе риска. Финансовые учреждения должны учитывать возможность невыполнения обязательств контрагентом.	
DVA	Корректировка оценки задолженности	Обязательство оценки друг друга контрагентами сократит объем теневых банковских операций, поскольку это кредитование по большей части отражает риски, которые не будут брать на себя обычные банки.
	Если мы правильно это поняли, когда финансовое учреждение теряет деньги на торговле своими производными инструментами, ему следует отражать эти убытки таким образом, чтобы торговые партнеры могли отреагировать на дополнительный риск, связанный с потерей инвестиций.	
EMIR	Правила регулирования инфраструктуры европейского финансового рынка	Потенциальным теневым банкирам, таким как Джо Занг, придется подавать отчет о продаже акций в небольшой рисовой ферме и, возможно, даже проводить клиринг этих акций в расчетной палате, вместо того чтобы предлагать их заинтересованным инвесторам.
	Требуют предоставления отчетности обо всех специальных производных инструментах, а также клиринга некоторых из них в центральной расчетной палате.	
MiFID <sub>2</sub>	Директива о рынках финансовых инструментов	В последующие годы многие из этих положений войдут в новые рыночные нормативные акты. Несмотря на то что на многих быстроразвивающихся рынках нормативные акты все еще остаются нечетко сформулированными, существуют возможности для «регуляторного арбитража».
	Опирается на 5 основных компонентов: увеличение объема отчетности о специальных (так называемых «неофициальных») производных инструментах, защита инвестора, прозрачность, управление и операции в третьих странах.	
PD <sub>2</sub>	Директива о проспекте эмиссии	По всему миру прекратится практика размещения заявки на теневую банковскую услугу путем дружеской беседы и рукопожатия.
	Требует от определенных типов потенциальных инвесторов получения проспекта.	
SEFs	Своповая биржа	Будет труднее подготовить договоры индивидуального страхования (пресловутые кредитно-дефолтные свопы). Еще одна область для регуляторного арбитража.
	Свопы (обмен различными видами кредитов или получение страховки по некоторым активам) должны проходить через расчетную палату.	

Источник: Banker (2013) и полная база данных по вопросам соответствия Thompson Reuters (2013).

Рисунок 24. Тайна сокращения расходов на соблюдение законодательных норм в странах «быстроразвивающейся дюжины»



Данные отражают процент сотрудников, которые отвечают за соблюдение законодательных норм в финансовых учреждениях и тратят более 10 часов в неделю на мониторинг и анализ регуляторных изменений. Показатели 2012 года выделены черным внешним контуром, а данные 2013 года — темно-зеленым цветом. Разница в размере прямоугольников отражает расхождение показателей в эти два года.

Источник: обзор расходов на соблюдение законодательных норм Thompson Reuters (2012 и 2013).

тратят на работу более 10 часов. На Ближнем Востоке и в остальных регионах земного шара (за исключением англосаксонского мира) «интенсивность» обеспечения соблюдения требований находится примерно на том же уровне, что и в юрисдикциях, где вступили в силу новые, связывающие по рукам и ногам финансовые акты. Почему персонал, отвечающий за соблюдение законодательных норм в этих предположительно менее регулируемых юрисдикциях, работает столь же напряженно, как и в регионах, где были введены в действие закон Додда-Франка и Правила регулирования инфраструктуры европейского финансового рынка? Данные позволяют предположить, что политики в географических регионах стран «быстроразвивающейся дюжины» не могут использовать в своих интересах возможности, которые предоставляются в связи с ужесточением нормативных актов в ОЭСР. Страны «быстроразвивающейся дюжины», по-видимому, стремятся обеспечить слишком строгое, а не слишком слабое соответствие требованиям.

Что можно сказать о рисках теневой банковской деятельности? Мы бы посоветовали бизнесменам не волноваться о системных рисках, которые их бизнес представляет для экономики. Органы регулирования будут подавлять теневую банковскую деятельность повсеместно, в международном масштабе. При этом кредиты остаются дефицитным товаром, отчасти благодаря именно методам ведения теневых банковских операций в середине 2000-х годов. Нынешние и потенциальные теневые банкиры в странах «быстроразвивающейся дюжины» должны беспокоиться о собственных чистых прибылях. Пусть органы регулирования заботятся об общей картине — это их работа. «Окно возможностей», которое позволило бы теневым банкам из стран «быстроразвивающейся дюжины» получать прибыль от ужесточения норм в США и ЕС, довольно скоро закроется.



## VI. Выводы

Теневой банковский сектор открывает возможность, которая слишком хороша, чтобы сохраняться продолжительное время. Текущие законодательные изменения во многих юрисдикциях подразумевают, что благоприятные возможности для осуществления теневой банковской деятельности не будут долгосрочными. Каким образом нынешние и потенциальные теневые банкиры могут расширить операции по кредитованию в странах «быстроразвивающейся дюжины»? В данном докладе мы указываем на сохранение неиспользованных возможностей как минимум на 1 трлн долл. США. Кроме того, мы определяем рынки, на которых теневые банкиры могут получать максимальные прибыли. Лучшие рынки зависят от типа теневых банковских операций, которые хотел бы вести читатель. Те, кто хочет сосредоточиться на наибольшем размере потенциального рынка для всех типов теневой банковской деятельности, возможно, обратят свое внимание на Мексику и Аргентину. Те, кто проявляет интерес к рынкам кредитования в регионах, где заемщики часто не погашают кредиты, предоставленные традиционными банками, должны выбрать Чили и Россию. Мы указываем еще четырнадцать критериев, которые могут использовать теневые банкиры, принимая решение о предпочтительном для них рынке.

Теневые банкиры многое способны сделать для формирования своих портфелей. Во-первых, они могут работать с крупными кредитоспособными компаниями по выпуску облигаций. Данные облигации нередко представляют собой надежные активы, которые используются заемщиками и кредиторами в качестве обеспечения в рамках таких операций, как соглашения об обратном выкупе. Теневые банкиры могут проводить секьюритизацию и выдавать краткосрочные коммерческие кредиты. Они также могут расширять практику кредитования на основе недвижимости и стимулировать развитие кластеров, специализирующихся на предложении страхования инвестиций. И наконец, теневые банкиры могут работать в юрисдикциях, где с наибольшей ве-

роятностью будет отложен ввод в действие законодательных актов, рекомендованных Советом по финансовой стабильности и направленных на подавление теневого банковского сектора. В ближайшей перспективе возможными кандидатами представляются Бразилия, Мексика и Россия.

## ОБЗОРЫ IEMS

Номер 09-01	«Мировой финансовый кризис: его влияние и ответные действия в России и Китае» (февраль 2009).
Номер 09-02	«Управление в условиях экономического спада. Возможности и стратегическое реагирование в России и Китае» (март 2009).
Номер 09-03	«Глобальная экспансия транснациональных корпораций России и Китая: адаптация в условиях кризиса» (май 2009).
Номер 09-04	«Российские и китайские транснациональные компании: операционные трудности и вызовы кризиса» (июнь 2009).
Номер 09-05	«Деятельность транснациональных компаний на развивающихся рынках: посткризисная коррекция притока прямых иностранных инвестиций (FDI) в Китай и Россию» (август 2009).
Номер 09-06	«Демография – это судьба? Как демографические изменения повлияют на экономическое будущее БРИК» (сентябрь 2009).
Номер 09-07	«Структура управления публичных компаний: в России и Китае» (декабрь 2009).
Номер 10-01	«Размер имеет значение: насколько велик масштаб БРИК?» (январь 2010).
Номер 10-02	«К вопросу о «разъединении»: действительно ли страны БРИК могут пойти своим собственным путем?» (февраль 2010).
Номер 10-03	«Новая география» международной торговли «Как страны с формирующимся рынком быстро меняют мировую торговлю» (март 2010).
Номер 10-04	«Частая смена кадров на высших руководящих позициях в России и Китае с точки зрения корпоративного управления и стратегического менеджмента» (апрель 2010).
Номер 10-05	«Суверенные фонды благосостояния и новая эра богатства БРИК» (июль 2010).
Номер 10-06	«Корпоративные гиганты и экономический рост: случай Китая и России» (август 2010).
Номер 10-07	«Исчезает ли дешевое обрабатывающее производство в Китае? — Кто станет следующей мировой фабрикой?» (ноябрь 2010).
Номер 11-01	«Новая нефтяная парадигма: может ли развивающийся мир жить при цене на нефть выше 100 долларов?» (январь 2011).
Номер 11-02	«За рамками бизнеса, в рамках государства: как лидеры корпоративной социальной ответственности Китая и России занимаются благотворительностью» (февраль 2011).
Номер 11-03	«Все дороги ведут в Рим: высокорезультативные фирмы в Китае и России» (июнь 2011).
Номер 11-04	«Развитие и результаты функционирования фондовых рынков в странах с быстроразвивающимися рынками» (июль 2011).
Номер 11-05	«Политическое измерение добрых дел: управление отношениями с государством посредством КСО в России и Китае» (август 2011).
Номер 11-06	«Цены на продовольствие: движущие факторы и воздействие на благосостояние в странах с быстроразвивающимися рынками» (сентябрь 2011).
Номер 11-07	«Стремительный рост влияния финансовых рынков быстроразвивающихся стран» (сентябрь 2011).
Номер 11-08	«Мировой финансовый кризис и результативность банков стран с быстроразвивающимися рынками: исследование эффективности банков» (сентябрь 2011).
Номер 11-09	«Рост затрат на ведение бизнеса в странах с быстроразвивающимися рынками: оценка вероятного воздействия на предпринимателей в тяжелые экономические времена» (октябрь 2011).
Номер 11-10	«Мучитель, жертва или кто-то еще: объяснение публичных кризисов с транснациональными корпорациями в Китае и России» (ноябрь 2011).
Номер 11-11	«Становление африканских львов» (декабрь 2011).

Номер 12-01	«Индекс «мягкой силы» IEMS для стран с быстроразвивающимися рынками» (февраль 2012).
Номер 12-02	«Рискованность банков стран БРИК в рискованном мире» (май 2012).
Номер 12-03	«Скрывать или бороться: представление недостоверной информации о прибыли в странах с быстроразвивающимися рынками — Китае и России» (июнь 2012).
Номер 12-04	«Дивный новый мир. Индекс быстроразвивающихся рынков 2011-2012 гг.» (август 2012).
Номер 12-05	«Навстречу Евразийскому Союзу: Возможности и Угрозы в Регионе СНГ» (октябрь 2012).
Номер 12-06	«Сырьевые товары и быстрорастущие рынки: неразрывная связь?» (ноябрь 2012).
Номер 12-07	«Потоки капитала и быстрорастущие рынки: 1995–2010 годы» (декабрь 2012).
Номер 13-01	«Потоки Прямых Иностранных Инвестиций в регионе Ближнего Востока и Северной Африки: особенности и влияние» (январь 2013).
Номер 13-02	«Прибыльный рост: как избежать «фетиша роста» в странах с быстроразвивающимися рынками» (февраль 2013).
Номер 13-03	«Что представляет собой ваша компания? Как выбрать местоположение, чтобы конкурировать на быстроразвивающихся рынках» (февраль 2013).
Номер 13-04	«Надвигающееся цунами или морской отлив? Трансграничное кредитование в странах Европы с быстроразвивающимися рынками» (март 2013).
Номер 13-05	«Институциональный регресс в странах с переходной экономикой: принцип "следуй за лидером"» (август, 2013).
Номер 13-06	«Победители и проигравшие: производство в странах с быстроразвивающимися рынками» (август, 2013).
Номер 13-07	«Банки и рынки капитала: какая финансовая структура оптимальна для быстроразвивающихся рынков» (октябрь, 2013).
Номер 13-08	«Эликсир роста: как развивающимся рынками избежать ловушки среднего дохода» (ноябрь, 2013).
Номер 13-09	«Оценка развивающихся рынков в посткризисный период: новая методология» (декабрь, 2013).
Номер 13-10	«Потерянные деньги. Почему на некоторых быстроразвивающихся фондовых рынках ценные бумаги продаются дешевле» (декабрь, 2013).
Номер 13-10	«Потерянные деньги. Почему на некоторых быстроразвивающихся фондовых рынках ценные бумаги продаются дешевле» (декабрь, 2013).
Номер 14-01	«Индекс привлекательности рынка для ПИИ: различные способы выхода на рынок» (март, 2014).
Номер 14-02	«Игры в призрачном мире теневой банковской деятельности» (апрель, 2014).

## ТЕМАТИЧЕСКИЕ ДОКЛАДЫ IEMS

---

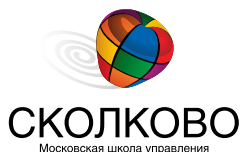
- Номер 10-01 «Крупнейшие автомобильные рынки мира в 2030 году: Страны с формирующимся рынком преобразуют мировую автомобильную промышленность» (май 2010).
- Номер 10-02 «Приз за производительность. Учет факторов экономического роста стран БРИК в последние годы: чудо или мираж?» (июнь 2010).
- Номер 10-03 «Великий уравниватель. Рост глобального среднего класса в странах с формирующимся рынком» (сентябрь 2010).
- Номер 10-04 «Независимость центральных банков и глобальный финансовый обвал: Взгляд из стран с формирующимся рынком» (ноябрь 2010).
- Номер 11-01 «Дивный новый мир. Классификация стран с быстроразвивающимися рынками — новая методология, Индекс быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО» (февраль 2011).
- Номер 11-02 «Новая география потоков капитала» (март 2011).
- Номер 11-03 «Все новое — это хорошо забытое старое. Меры контроля за операциями с капиталом и макроэкономические детерминанты предпринимательской деятельности в странах с быстроразвивающимися рынками» (апрель 2011).

Данная публикация содержит обобщенную информацию и предназначена только для ознакомления. Информация, предоставленная в данной публикации, не может рассматриваться в качестве профессиональных рекомендаций. Ни IEMS, ни Московская школа управления СКОЛКОВО не несет ответственности за прямые или косвенные убытки, которые получатель данного исследования может понести, руководствуясь в своих действиях материалами из настоящей публикации. По любым конкретным вопросам следует обращаться к соответствующему консультанту.

Взгляды и суждения третьих сторон, приведенные в настоящей публикации, не всегда отражают точку зрения Московской школы управления СКОЛКОВО.







**Московская школа управления СКОЛКОВО** — совместный проект представителей российского и международного бизнеса, объединивших усилия для создания с нуля бизнес-школы нового поколения. Делая упор на практические знания, Московская школа управления призвана воспитывать лидеров, рассчитывающих применять свои профессиональные знания в условиях быстрорастущих рынков. СКОЛКОВО отличают: лидерство и предпринимательство, фокус на быстроразвивающиеся рынки, инновационный подход к методам обучения. Проект Московской школы управления СКОЛКОВО реализуется по принципу частно-государственного партнерства в рамках приоритетного национального проекта «Образование». Проект финансируется исключительно на средства частных инвесторов и не использует средства государственного бюджета. Председателем Международного Попечительского совета СКОЛКОВО является Премьер-министр Российской Федерации Дмитрий Анатольевич Медведев.

С 2006 года СКОЛКОВО проводит краткосрочные образовательные программы Executive Education для руководителей высшего и среднего звена — программы в открытом формате, а также специализированные, разработанные по запросу компаний интегрированные модули. В январе 2009 года началась первая программа Executive MBA, в сентябре 2009 года — первая международная программа FuHH-time MBA.

---

Московская школа управления СКОЛКОВО  
143025, Россия, Московская область  
Одинцовский район  
дер. Сколково, ул. Новая, 100  
тел.: +7 495 539 30 03  
факс: +7 495 994 46 68  
E-mail: [info@skolkovo.ru](mailto:info@skolkovo.ru)  
Website: [www.skolkovo.ru](http://www.skolkovo.ru)

**Институт исследований развивающихся рынков бизнес-школы СКОЛКОВО (IEMS)** — международный исследовательский центр, основное направление научной деятельности которого — анализ вопросов управления и экономики в развивающихся странах. Наша миссия — проведение исследовательской работы, которая обладает практическим эффектом и направлена на анализ ключевых проблем роста стран с развивающейся экономикой.

Научные сотрудники Института, во взаимодействии с международной сетью высших учебных заведений, проводят комплексные, практические и сравнительные исследования. Результаты научной работы распространяются среди политических деятелей, предпринимателей, представителей деловых кругов и научного сообщества по всему миру. Ключевые направления и виды нашей исследовательской деятельности:

- Оценка экономических, социальных и корпоративного управления
- Прикладные и проектные исследования
- Всесторонние и междисциплинарные исследования
- Сравнительный анализ стран с формирующейся рыночной экономикой
- Научные исследования, обладающие практической ценностью и обширной областью применения

В настоящее время у нас открыт офис в Москве, в будущем, мы планируем открыть региональные отделения во всех крупных развивающихся странах, включая Индию, Ближний Восток, Южную Африку и Бразилию.

---

Институт исследований развивающихся рынков (IEMS)  
143025, Россия, Московская область  
Одинцовский район, дер. Сколково, ул. Новая, 100  
тел. +7 495 539 30 03, факс +7 495 994 46 68

E-mail: [iems@skolkovo.ru](mailto:iems@skolkovo.ru)  
Website: [www.iems.skolkovo.ru](http://www.iems.skolkovo.ru)