

## Финансовый сектор. Перспективы развития и политика национальной конкурентоспособности

Опубликовано в журнале «Банковское дело в Москве», №11 (ноябрь) и №12 (декабрь) 2005 г.

### Ключевая проблема

Основная проблема развития российского финансового сектора — **несоответствие его возможностей трансформировать сбережения в инвестиции** значительному масштабу внутренних сбережений, а также высокой и продолжающей расширяться потребности российской экономики в инвестициях (см. Врезку).

В настоящее время только около 10% валовых национальных сбережений перераспределяется российским финансовым сектором (2003-2004 гг.). Остальные выводятся за рубеж либо перераспределяются в рамках прямого межфирменного финансирования. Но даже из того ограниченного объема ресурсов, который аккумулируется российскими финансовыми организациями, только пятая часть направляется на финансирование вложений в основной капитал.

Следствием низкой «инвестиционной проводимости» национальной финансовой системы становится хроническое недоиспользование инвестиционного потенциала экономики. Так, отношение валовых сбережений к ВВП России (31-33%) является одним из самых высоких в мире, превосходя показатели быстро растущих азиатских стран. В то же время отношение инвестиций к ВВП является низким (20-21%), близким к странам с дефицитом внутренних сбережений (США).

#### **Врезка.**

*Уже к 2010 г. потребность российской экономики в инвестициях увеличится в 1,62 раза в постоянных ценах. Это связано с разворачиванием крупных инфраструктурных проектов, ростом выбытия устаревших мощностей, необходимостью форсированного обновления производственного аппарата в условиях изменения «качества» конкуренции с импортом (переход от ценовой к технологической конкуренции).*

*На этом этапе рост инвестиций должен существенно (в 1,7-1,9 раза) опережать динамику производства, и соответственно, рост доходов предприятий. В результате они все острее будут испытывать нехватку собственных средств для финансирования инвестиций, что приведет к качественному росту потребности в привлечении средств от кредиторов и сторонних инвесторов.*

Другая важнейшая функция, которую также не реализует российский финансовый сектор, — **обеспечение межотраслевого перелива капиталов**. Это затрудняет процессы интеграции компаний в рамках технологических цепочек, а также диверсификации их бизнеса. В результате российские корпорации оказываются лишенными важнейших в условиях глобальной конкуренции «козырей», обеспечивающих им выход на новые рынки и сохранение долгосрочной устойчивости бизнеса.

Реализации функций трансформации сбережений в инвестиции и обеспечения межотраслевого перелива капитала мешают следующие «слабые места» российского финансового сектора.

- **Незначительный масштаб ресурсов, аккумулируемых банковской системой.** По показателю отношения активов банков к ВВП Россия в разы отстает не только от стран с развитой рыночной экономикой, но и от ряда наиболее успешных развивающихся стран (см. табл.1). Соответственно, весьма низок в сопоставлении с масштабом экономики объем кредитов и займов, предоставляемых российской банковской системой — 23% ВВП. Это в 3 раза ниже показателей США, в 6 раз — Германии, в 4 раза — Южной Кореи.

**Таблица 1. Основные параметры финансового сектора России (2003 г.) и других стран (2001 г.)**

	Активы <sup>1</sup> банков, % ВВП	Кредиты банков, % ВВП	Капитализация рынка акций, % ВВП	Ликвидность рынка акций <sup>2</sup> , %
<b>Страны «Большой Семерки»</b>				
США	94	76	137	128
Великобритания	292	69	153	166
Германия	238	130	57	144
Франция	183	95	142	110 <sup>3</sup>
Италия	118	80	62	138
Япония	155	96	92	66
Канада	93	66	86	н.д.
<b>Среднее</b>	<b>167</b>	<b>87</b>	<b>104</b>	<b>126</b>
<b>Страны Восточной Азии</b>				
Ю. Корея	101	82	53	178
Таиланд	123	77	53	70
Индонезия	69	21	29	24
<b>Среднее</b>	<b>98</b>	<b>60</b>	<b>45</b>	<b>90</b>
<b>Страны Латинской Америки</b>				
Аргентина	38	20	10	10
Бразилия	61	29	37	33
Мексика	55	27	20	21
<b>Среднее</b>	<b>51</b>	<b>26</b>	<b>22</b>	<b>21</b>
<b>Страны Восточной Европы</b>				
Польша	53	26	15	22
Венгрия	61	35	20	н.д.
Чехия	93	45	16	н.д.
<b>Среднее</b>	<b>69</b>	<b>35</b>	<b>17</b>	<b>22</b>
<b>Россия</b>	<b>38</b>	<b>23</b>	<b>45</b>	<b>18<sup>4</sup></b>

<sup>1</sup> без учета межбанковских счетов и обязательств

<sup>2</sup> отношение годового оборота к рыночной капитализации

<sup>3</sup> данные по бирже Euronext

<sup>4</sup> без учета операций с акциями РАО ЕЭС

Расчеты к таблице – эксперт ЦМАКП М.Ю. Хромов.

Источники: *International Financial Statistics, IMF, 2004; World Federation of Exchanges, Focus, 2004 - №131; Bank of International Settlements (www.bis.org)*

- **Доминирование краткосрочных ссуд в кредитах и займах**, предоставляемых российской банковской системой — 9/10 на срок менее трех лет. Это, в свою очередь, препятствует использованию компаниями внутреннего кредитного рынка для финансирования долгосрочных вложений.
- **Высокая распыленность банковского капитала**, не позволяющая банкам аккумулировать ресурсы для финансирования крупных проектов. Банковская система России имеет один из самых низких в мире уровней концентрации. Средняя величина активов российского банка (без учета Сбербанка) составляет \$0,1 млрд. против \$4 млрд. в Южной Корее, \$5 млрд. в Великобритании, \$45 млрд. в Японии. В силу своего масштаба 9/10 российских банков не способны выдать ни одного кредита объемом \$10 млн. (исходя из норматива рисков на одного заемщика).
- **Низкая ликвидность и невысокая емкость рынка акций.** Доля свободно торгуемых акций российских компаний крайне мала (по двадцати крупнейшим компаниям — 27% против 80-90% в развитых странах). Оборачиваемость рынка, без учета операций с акциями одной компании — РАО ЕЭС — в 9 раз ниже, чем в Великобритании, в 7 раз — чем в США, в 8 раз — чем в Германии. В силу низкой ликвидности рынка компании не имеют возможности привлекать и размещать на нем значительные средства без риска неблагоприятных для них изменений стоимости акций.
- **Неразвитость институтов коллективных инвестиций.** Объем активов под управлением инвестиционных и независимых пенсионных фондов, страховых компаний в 10 раз меньше совокупных активов банковской системы. В результате фактически отсутствует альтернативный банкам канал доступа компаний к дешевым и долгосрочным ресурсам массовых инвесторов.

## Тип финансового сектора, сложившийся в России

По своим характеристикам финансовый сектор России близок к аналогичным секторам стран Восточной Европы, Латинской Америки и наименее развитых стран Восточной Азии, например, Индонезии. Фундаментальной причиной, которая обуславливает их слабость, является неразвитость систем управления инвестиционными рисками заемщиков и получателей инвестиций. Такие системы существуют в странах с развитой рыночной экономикой и базируются на следующих трех элементах (*см. схему*).

**Комплекс норм и механизмов, обеспечивающих договороспособность заемщиков и получателей инвестиций**, включает в себя:

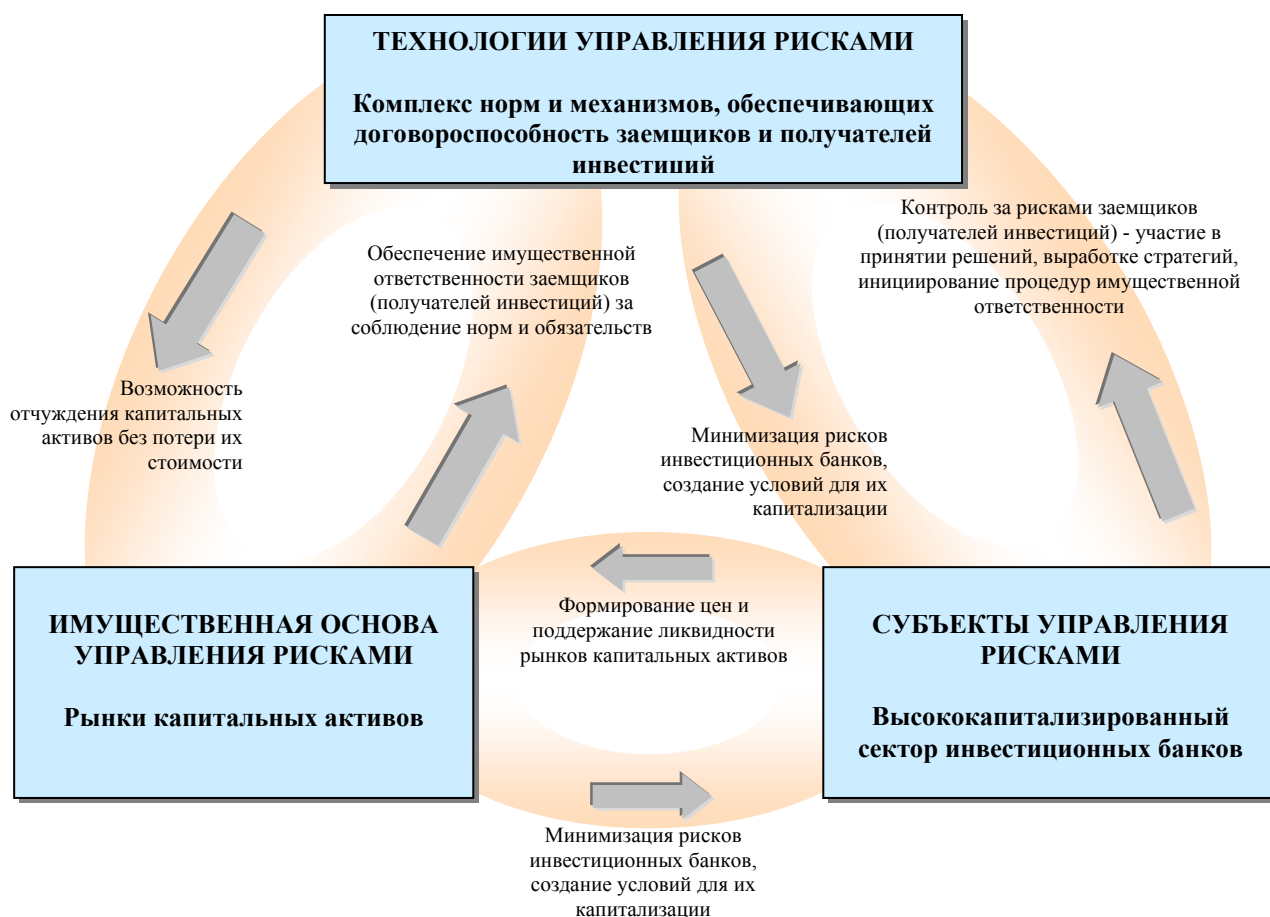
- механизмы имущественной, административной и репутационной ответственности компаний и их собственников за исполнение обязательств перед кредиторами (инвесторами);
- процедуры обеспечения прозрачности компаний для кредиторов и инвесторов (доступ к информации о реальных собственниках, финансовом положении, платежной дисциплине компаний, использовании привлекаемых средств);
- механизмы контроля со стороны инвесторов и кредиторов за принятием стратегических решений в компаниях;
- процедуры согласования стратегических планов правительства и компаний, формирующие рамку для оценки долгосрочных перспектив и рисков бизнеса.

При этом решающее значение имеет не само наличие процедур и механизмов, а их доступность для основной массы участников рынка и низкий уровень издержек, связанный с их реализацией.

**Доступная для большинства компаний залоговая база, обеспечивающая возможность привлечения долгосрочного финансирования,** подразумевает наличие ликвидных рынков капитальных производственных активов — земли, промышленной недвижимости, интеллектуальной собственности, предприятий как единых имущественных комплексов.

**Высококапитализированный сегмент инвестиционных банков,** выступающих с одной стороны, в качестве субъекта контроля за рисками компаний («по доверенности», получаемой от клиентов, вкладчиков, мелких инвесторов), а с другой — субъекта, осуществляющего ценообразование на рынках капитальных активов и обеспечивающего ликвидность этих рынков<sup>1</sup>.

### Схема. Система управления инвестиционными рисками заемщиков и получателей инвестиций в развитых экономиках



<sup>1</sup> Понятие «инвестиционный банк» используется как определение специфического характера деятельности финансовой организации, а не ее формального юридического статуса (юридический статус инвестиционного банка в США, ряде других стран). Под инвестиционными банками подразумеваются банки, которые: финансируют сделки с капитальными активами, а также акциями и правами участия; осуществляют дистанционный контроль за деятельностью и рисками компаний, выступая от лица широкого круга независимых от банка кредиторов и инвесторов. Методы такого контроля могут существенно различаться: контроль посредством владения акциями финансируемых компаний, «личной унии» на уровне руководства банка и компаний, на основе отношений долгосрочного партнерства и т.п.

Неразвитость трех описанных элементов порождает целый шлейф негативных последствий, существенно ограничивающих возможности национальных финансовых систем.

- Высокие риски вложений в ценные бумаги компаний, обусловленные слабостью нормативно-правовых механизмов, обеспечивающих защиту прав инвесторов, и высокими издержками, связанными с обращением обязательств компаний на их имущество. Риски усиливаются отсутствием финансовых институтов, обеспечивающих поддержание постоянных котировок. Эти риски закладываются в цены акций и ведут к снижению капитализации рынка.
- Высокие риски вложений в акции и долгосрочные долговые инструменты блокируют вывод на финансовые рынки ресурсов массовых инвесторов через институт коллективных инвестиций (взаимные фонды, пенсионные фонды, страховые компании). Это, в свою очередь, снижает ликвидность рынков.
- Недостаточная ликвидность залогов, неразвитость процедур участия кредиторов в управлении компаниями, низкая прозрачность заемщиков блокируют развитие долгосрочного кредитования.
- Нехватка предложения долгосрочных заемных ресурсов вынуждает предприятия использовать для финансирования длинных проектов возобновляемые краткосрочные кредиты. Это обуславливает периодическое возникновение банковских кризисов (по схеме «проблемы с привлечением новых кредитов — неплатежи компаний по ранее принятым обязательствам — неплатежеспособность банков-кредиторов»).
- Рыночные риски и непрозрачность компаний стимулируют высокую подвижность иностранных капиталов, что, в свою очередь, создает угрозу устойчивости национальной валюты.
- Высокая уязвимость рынков, банковской системы и национальной валюты вынуждает создавать значительные запасы неработающей ликвидности на всех уровнях экономики.

Так, для стран с неразвитыми системами контроля за инвестиционными рисками характерна аномально высокая доля наличности в сбережениях населения, что резко ограничивает депозитную базу коммерческих банков.

Коммерческие банки этих стран значительную часть аккумулируемых средств размещают в обязательствах центральных банков, что сокращает объем кредитов, выдаваемых экономике.

Центральные банки таких стран размещают большую часть активов в валютные резервы, чтобы обеспечить стабильность национальной валюты. В итоге сбережения, перераспределенные через банковскую систему и эмиссию наличных денег к центральным банкам, выводятся из экономики и направляются на финансирование других стран.

Высокие запасы неработающей ликвидности обуславливают крайне низкий уровень использования имеющихся кредитных ресурсов. В результате, несмотря на сопоставимый с развитыми странами уровень монетизации экономики<sup>2</sup>, финансовый сектор со слабыми системами управления инвестиционными рисками не может трансформировать денежные ресурсы в кредиты и капитализацию фондового рынка (см. график).

В этих экономиках неразвитость внутреннего банковского сектора и фондового рынка компенсируется интенсивным импортом финансовых услуг и институтов из-за рубежа. Правовое и нормативное обеспечение управления рисками в значительной мере переходит в

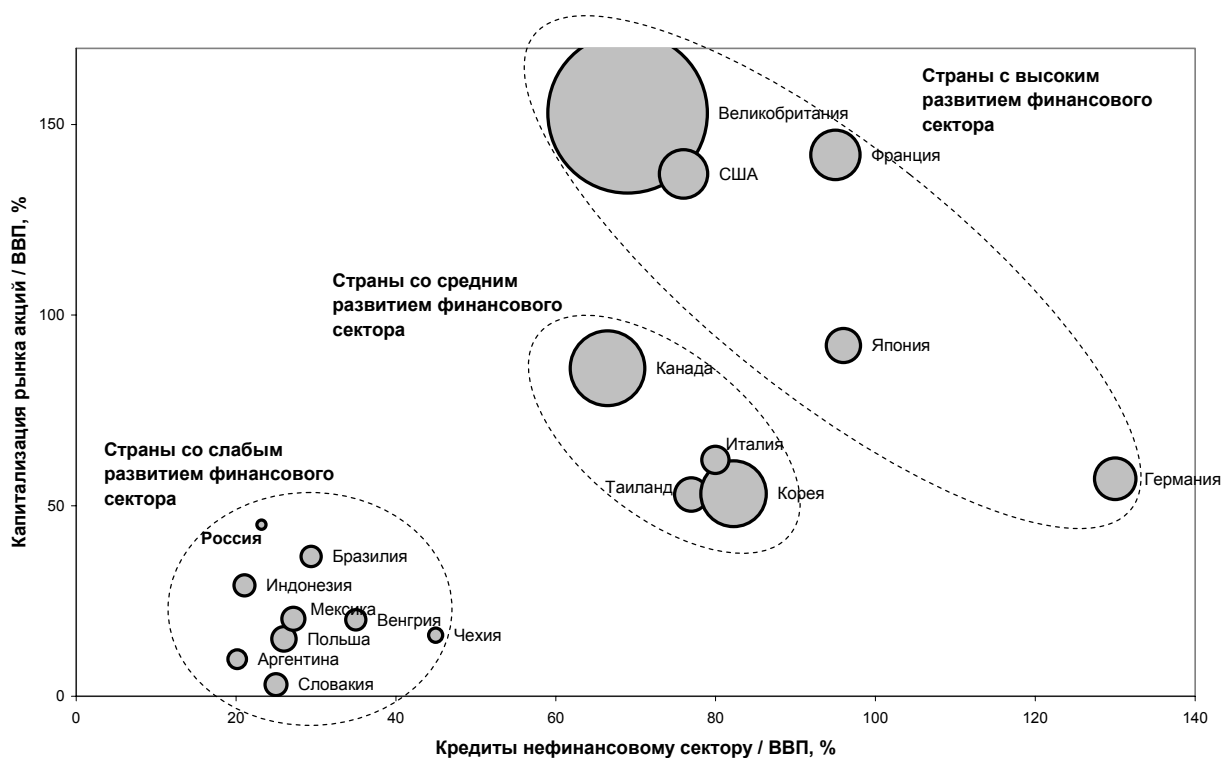
---

<sup>2</sup> Отношение широкой денежной массы к валовому внутреннему продукту

зарубежную юрисдикцию. Это позволяет создать канал трансформации внутренних сбережений в инвестиции через посредничество зарубежных финансовых институтов. Возникает устойчивая двухконтурная модель финансирования экономики:

- **национальный финансовый сектор** — аккумуляция краткосрочных ресурсов, обслуживающих текущий оборот, финансирование вложений в оборотные средства;
- **зарубежный финансовый сектор** — аккумуляция долгосрочных сбережений, финансирование вложений в основной капитал и сделок с капитальными активами.

**График. Основные параметры развития финансовых секторов различных стран<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Диаметр круга соответствует отношению совокупной денежной массы к объему наличных денег и резервных активов коммерческих банков (денежный мультипликатор). Россия — 2003 г., другие страны — 2001 г.  
 Расчеты к графику — эксперт ЦМАКП М.Ю. Хромов.

Формирование двухконтурной модели финансирования экономики блокирует возможности дальнейшего развития национального финансового сектора. Вывод оборота наиболее интересных для инвесторов активов за рубеж снижает авторитет внутренних фондовых площадок. Национальные банки лишаются доходов от обслуживания активов и обязательств крупнейших и наиболее финансово устойчивых национальных компаний. Это ликвидирует один из ключевых источников повышения собственных капиталов таких банков. Национальные финансовые организации теряют возможность «наработать репутацию» для позиционирования на рынках ценных бумаг и капитальных активов.

В результате возможности национальной финансовой системы приблизиться к уровню развития аналогичных систем странлидеров становятся минимальными. Это подтверждает сопоставление опыта развития стран Восточной Европы (Венгрия, Польша, Чехия) и Латинской Америки (Аргентина, Бразилия, Мексика) с опытом ряда стран Восточной Азии (Южная Корея, Малайзия, Таиланд).

В первой группе стран, компании которых с 1990х годов стали напрямую выходить на внешние кредитный и фондовый рынки, отношение внутреннего кредита и капитализации рынка акций к ВВП оставалось крайне низким. Во второй группе, где компании финансировались через посредничество национальных банков и фондовых рынков, обеспеченность экономики кредитом, уровень капитализации и ликвидность рынков за пятнадцать лет достигли показателей развитых стран.

Формирование двухконтурной модели финансирования задает определенный «потолок» развития всей экономике. Она лишается возможности получить конкурентные преимущества, которыми обладают экономики развитых стран.

- Приобретение национальной валютой статуса реально конвертируемой (использование в рамках межстрановых расчетов, средств сбережения за рубежом и др.). Данный статус позволяет перенести часть нагрузки по поддержанию стабильности национальной валюты на «внешний мир»;
- Иммунитет национального финансового сектора против «заражения» (contagion) в случае нестабильности на внешних финансовых рынках;
- Сохранение национальной юрисдикции над крупными финансовыми потоками и оборотом стратегически важных ресурсов;
- Возможность выращивать собственные ТНК, выстраивая глобальные цепочки создания стоимости вокруг наиболее успешных национальных компаний;
- Превращение процентной политики национальных монетарных властей в мощный инструмент воздействия на экономику, позволяющий оперативно стимулировать и «охлаждать» внутренний спрос (изменение процентных ставок — изменение рыночной стоимости капитальных активов — изменение доходов массовых инвесторов — корректировка спроса).

В России, несмотря на слабость финансового сектора, двухконтурная модель финансирования экономики не успела сложиться. Российские риски еще не поддаются управлению зарубежными финансовыми институтами. Это ведет к тому, что объем инвестируемых в страну из-за рубежа средств устойчиво отстает от объема средств, сберегаемых отечественными банками, компаниями и предприятиями за границей.

Однако уже к началу следующего десятилетия такая модель может быть в основном сформирована. На это указывают тенденции развития последних лет. Так, с 2001 по 2004 год доля трансграничных кредитов и займов в приросте совокупного объема кредитов экономике увеличилась с 5 до 30%. Доля зарубежных площадок в обороте акций российских компаний за последние пять лет возросла менее чем с половины до 80%.

Вместе с тем Россия пока еще имеет шансы сформировать финансовый сектор, самостоятельно осуществляющий трансформацию национальных сбережений в инвестиции и решающий задачи управления накопленными в экономике капиталами. Эти возможности определяются следующими обстоятельствами.

Вступление России в ВТО и либерализация рынка акций ОАО «Газпром» уже в ближайшей перспективе могут привести к скачкообразному росту капитализации рынка акций. В результате по показателю капитализации к ВВП Россия может достичь уровня лидирующих стран с развивающимися рынками (Южная Корея) и некоторых стран с развитыми рынками (Германия, Италия).

Если рост капитализации и ликвидности рынка акций, полученный на сегменте сырьевых компаний, удастся распространить на другие сегменты, значимая часть

предприятий сможет получить ликвидные инструменты залога для привлечения долгосрочных кредитов.

Изменение структуры потребительского рынка, связанное с экспансией розничных сетей, вероятно, приведет к значительному расширению кредитных ресурсов банков. По оценкам, уже к 2008 году розничные сети смогут сконцентрировать до 50% товарооборота в крупных городах. Это создаст широкие возможности для продвижения банковских платежных продуктов (пластиковые карточки) и снижения крайне высокой даже по меркам стран с развивающимися рынками доли наличных расчетов. В случае если долю наличных средств в денежной массе удастся уменьшить хотя бы до уровня стран Восточной Европы, это приведет к существенному (до четверти) расширению привлеченных средств российских банков и соответствующему увеличению их кредитного потенциала.

На протяжении по крайней мере еще пятнадцати лет объем вкладов населения в банках будет расти с заметным опережением динамики ВВП — при условии относительно умеренной инфляции (около 5% за год). В результате будет расширяться база длинных ресурсов российских банков, пригодная для средне и долгосрочного кредитования экономики. Это связано с долгосрочным трендом восстановления реального объема накопленных сбережений после провала 1990х годов, вызванного инфляционным шоком.

По уровню государственных и частных активов, накопленных за рубежом (около 120% ВВП) Россия опережает не только развивающиеся, но и многие развитые страны. Если относительно небольшая часть этих средств будет внесена в уставные фонды отечественных банков (например, при амнистии капиталов), Россия выйдет в число ведущих стран по обеспеченности экономики банковским капиталом.

Ожидаемый в перспективе ближайших лет рост процентных ставок зарубежных финансовых рынков создаст паузу с привлечением компаниями заемных средств из-за рубежа. Эта пауза может быть использована для укрепления позиций российских банков и финансового сектора в целом.

## **Факторы и варианты развития**

Благодаря ряду макроэкономических факторов развитие финансового сектора станет одним из узловых моментов, определяющих конкурентоспособность российской экономики в ближайшее десятилетие.

Эти же факторы подтолкнут финансовый сектор к выбору между двумя альтернативными вариантами развития:

**инерционный** — формирование двухконтурной модели финансирования экономики, базирующейся на импорте недостающих услуг и институтов, включая систему управления инвестиционными рисками;

**альтернативный** — дотраивание элементов национального финансового сектора, обеспечивающих трансформацию сбережений в инвестиции, с опорой на собственную систему управления инвестиционными рисками.

***Первый фактор.** Переход от положительного к нулевому сальдо баланса по текущим операциям, ликвидирующее основу действующего механизма поддержания устойчивости национальной валюты (около 2010 года).*

При инерционном варианте развития финансового сектора результатом сдвигов в платежном балансе может стать серия девальваций рубля, восстанавливающих



положительное сальдо баланса текущих операций – так называемая «девальвационно-инфляционная спираль».

Предотвращение развертывания такой спирали станет возможным в случае формирования уже в течение ближайших пяти лет развитой системы управления инвестиционными рисками, и на этой базе – активное позиционирование рубля в качестве валюты международных расчетов (международной рынок газа, расчеты в рамках ЕЭП и др.).

Это позволит перейти к значимому чистому притоку в Россию средств по капитальным операциям. В результате станет возможным обеспечение устойчивости рубля даже в условиях нулевого или отрицательного сальдо по текущим операциям.

**Второй фактор.** *Интенсивный рост объема пенсионных накоплений, неадекватный возможностям российских финансовых рынков их аккумулировать с приемлемым уровнем доходности и рисков.*

Уже к 2008-2009 годам возникнет разрыв между объемом пенсионных накоплений и государственных ценных бумаг, куда большая часть этих накоплений могут быть инвестированы при сохранении статус-кво. К 2014-му разрыв может достигнуть от 33 до 40% от объема пенсионных накоплений. Еще раньше, около 2006 года, государственный бюджет столкнется с ускоренным нарастанием процентных платежей по обязательствам перед пенсионными фондами. Это с высокой вероятностью вынудит бюджет отказаться от индексации доходности по данным обязательствам в соответствии с уровнем инфляции.

В результате возникнет опасность снижения реального объема пенсионных накоплений — вследствие как инфляционного обесценения (при вложении в низкорискованные государственные обязательства), так и прямых потерь (при вложении в доходные, но рискованные корпоративные ценные бумаги). Эта опасность может быть устранена за счет расширения вложений в доходные зарубежные активы или резкого увеличения внутреннего рынка негосударственных ценных бумаг при одновременном повышении качества управления инвестиционными рисками. Такой вариант позволит сформировать цикл, обеспечивающий повышение реального объема пенсионных накоплений за счет стимулирования экономического роста: «инвестирование пенсионных накоплений в обязательства компаний — рост инвестиций в основной капитал — ускорение экономического роста — расширение доходов собственников пенсионных накоплений».

**Третий фактор.** *Возможность кризиса на рынке кредитов и корпоративных облигаций, создающего нагрузку на систему обязательного страхования вкладов и вынуждающего государство принимать решение о снижении своих обязательств перед вкладчиками либо о масштабном финансировании банковского сектора.*

В ближайшие пять-десять лет динамика доходов предприятий и частных заемщиков будет устойчиво отставать от роста их расходов и инвестиций. Это будет означать снижение платежеспособности заемщиков по своим долговым обязательствам. Другой вероятной причиной возникновения кризиса может стать раздувание «пузыря» на фондовом рынке и рынке капитальных активов, связанное с притоком инвестиций и с возможным выводом на них пенсионных накоплений (см. выше).

Исходя из прогнозируемой динамики рисков, критическим может оказаться рубеж 2008-2009 годов. Предотвращение кризиса потребует формирования к этому сроку развитой системы управления инвестиционными рисками заемщиков.

Дестабилизация рынков, в случае если она произойдет, усилит позиции нерезидентов в реальном секторе (конверсия проблемных долгов в собственность). Кроме того, под

угрозой может оказаться дееспособность системы страхования вкладов, что приведет к перераспределению сбережений в пользу банков с иностранным капиталом.

**Четвертый фактор.** *Исчерпание возможностей капитализации банков за счет прежних источников: взносов их ключевых собственников — крупных нефинансовых компаний.*

Это связано с резким снижением потребности этих компаний в собственных «карманных» банках в связи с исчезновением на рынке дефицита кредитных ресурсов, появлением доступа к качественным зарубежным финансовым услугам. Возможны два варианта решения проблемы капитализации: за счет покупки банков стратегическими иностранными инвесторами или через формирование внутреннего рынка банковских акций.

Если проблему не удастся решить, банковская система может попасть в ловушку низкой капитализации: снижение динамики капиталов — замедление роста кредитов, что в свою очередь будет способствовать уменьшению банковской прибыли и, соответственно, динамики капитала.

На выбор вариантов развития финансового сектора значительное влияние также будут оказывать следующие институциональные факторы:

- вступление России в ВТО;
- переход к новым международным стандартам банковского надзора и правилам управления банковскими рисками при трансграничных операциях (Базель-II и Базель-III);
- снятие последних ограничений на капитальные валютные операции на российском рынке в 2007 году;
- смена поколений собственников в крупном бизнесе, сопровождающаяся изменением в моделях корпоративного управления (от собственников-управляющих к собственникам-инвесторам) и расширением спроса на услуги по управлению капитальными активами.

В таблице представлена примерная последовательность событий в рамках двух базовых вариантов развития финансового сектора и результаты этих вариантов с точки зрения конкурентоспособности экономики.

**Таблица 2. Ожидаемые события и основные варианты развития финансового сектора в 2005-2015 гг.**

годы	инвариантные события	инерционный вариант	альтернативный вариант
2005-2006	- Либерализация акций ОАО Газпром - Начало размещения в корп.ценные бумаги управляемых ВЭБ пенсионных накоплений	-Расширение притока на рынок корпоративных ценных бумаг зарубежных портфельных инвестиций и пенсионных накоплений. -Как следствие - интенсивный рост рыночной стоимости акций и объема рынка корпоративных облигаций. Рост привлечения предприятиями кредитов под залог собственных акций.	
2007	-Вступление России в ВТО -Отмена последних ограничений на валютные операции с капиталом -Повышение требований ЦБ РФ к достаточности и минимальному уровню капитала банков -Переход развитых стран ("группа десяти") к использованию стандарта Базель-II	-Массовый выход на финансовый и кредитный рынки компаний с недостаточной финансовой устойчивостью. На рынке акций начинает раздуваться "пузырь". -Ужесточение требований ЦБ РФ оказывается недостаточным для повышения концентрации в банковской системе. Сохранение низкой концентрации препятствует выходу банков на фондовый рынок и, соответственно, запуску механизмов капитализации банковской системы	- Развитие национальной системы кредитных рейтингов. Учет рейтингов заемщиков при нормативном регулировании банков. - Сдерживаются выход на рынки компаний с недостаточной финансовой устойчивостью и раздувание цен на акции. - Концентрация и капитализация банковской системы через механизм предоставления государством банкам крупных субординированных кредитов, увязанных с реализацией банками структурных программ в финансовой сфере
2008-2009	- Исчерпание возможностей преимущественного размещения пенсионных накоплений в государственные ценные бумаги -Активизация интеграции финансовых рынков стран ЕЭП (рынок российских депозитарных расписок - РДР и проч.), попытка создания механизма взаимной конвертируемости валют -Нестабильность на зарубежных рынках (волна дефолтов по рискованным бумагам)	-В странах ЕЭП обостряется проблема размещения пенсионных накоплений. Необходимость решать эту проблему стимулирует формирование интегрированных финансовых рынков. - Нестабильность на внешних рынках вызывает конъюнктурный отток средств зарубежных инвесторов и падение как интегрированных, так и российских рынков. Происходит схлопывание "пузыря" на рынке акций, серия дефолтов по корпоративным облигациям и кредитам. - Вследствие недостаточного уровня капитализации банков, кризис переносится на банковскую систему. - Пенсионные фонды и агентство по страхованию вкладов (АСВ) несут масштабные потери.	- Снижение цен на акции и ряд дефолтов по корпоративным обязательствам не приводят к дестабилизации банковской системы. Стабильность системы обеспечивается ее капитализацией, созданными резервами, рефинансированием банков со стороны ЦБ РФ, поддержанием ликвидности рынков капитальных активов со стороны специализированных банков. -Переход ЦБ РФ к использованию Базель-II (стандартизированный подход)

годы	инвариантные события	инерционный вариант	альтернативный вариант
2010-2011	<p>- Приближение сальдо баланса России по текущим операциям к нулевому уровню</p> <p>- Начало смены поколений собственников в крупных и средних российских компаниях. Как следствие – резкий рост спроса на услуги по управлению капитальными активами.</p> <p>-Переход развитых стран к использованию стандарта Базель-III</p>	<p>-Стабильность рубля удерживается за счет расходования валютных резервов.</p> <p>-Вследствие потерь АСВ вынуждено отказаться от индексации страхуемой величины вклада. Это стимулирует перераспределение вкладов к банкам с иностранным капиталом.</p> <p>-Зарубежные финансовые организации предлагают схемы страхования пенсионных накоплений. Это ведет к перераспределению ресурсов в их пользу.</p> <p>-Происходит урегулирование проблемной задолженности банков и компаний перед нерезидентами по схеме "долги в обмен на собственность".</p> <p>-Российские банки ограничивают сроки и масштабы кредитования. Освобождающиеся ниши занимают иностранные банки, кредитуемые под залог крупных пакетов акций.</p> <p>-Основными операторами на рынках финансовых инструментов стран ЕЭП, в т.ч. рынка РДР, становятся иностранные банки, соответствующие требованиям Базель-II и Базель-III</p> <p>-Происходит перераспределение контроля в крупных и наиболее успешных компаниях в пользу зарубежных стратегических инвесторов, как в России, так и в странах ближнего зарубежья. Этому способствует смена поколений основных собственников в компаниях.</p> <p>-Реализация денежно-кредитной компоненты ЕЭП сорвано. Рынки стран ЕЭП по отдельности интегрируются в международную финансовую систему.</p>	<p>- Возобновляется приток средств зарубежных инвесторов. Это позволяет избежать снижения валютных резервов.</p> <p>- На расчищенном рынке корпоративных ценных бумаг возобновляется рост. Это создает условия для полномасштабного вывода на него пенсионных накоплений, быстрого развития сектора институциональных инвесторов в целом</p> <p>- АСВ проводит индексацию страхуемой величины вклада. Это ведет к расширению ресурсной базы банков</p> <p>-На финансовых рынках стран ЕЭП закрепляются крупные российские инвестиционные банки. Формируется «зона влияния» рубля</p> <p>- Начало ротации собственников в крупнейших российских компаниях повышает спрос на доверительное управление крупными пакетами и усиливает позиции крупных российских инвестиционных банков. Одновременно повышается открытость компаний для контроля за рисками со стороны кредиторов и инвесторов</p>

годы	инвариантные события	инерционный вариант	альтернативный вариант
2012-2015	<p>- Формирование паназиатского рынка нефти с участием России, Китая и Индии. Формирование глобального рынка сжиженного газа. Возникает "окно возможностей" для превращения рубля в одну из валют расчетов на международных рынках энергоносителей.</p> <p>- Усиление процесса смены поколений собственников в крупных и средних российских компаниях. Это стимулирует дальнейшее расширение спроса на услуги по управлению капитальными активами.</p>	<p>- Невозможность дальнейшего удержания стабильности рубля ведет к серии девальваций, сопровождающихся ускорением инфляции.</p> <p>-Нестабильность рубля, вывод финансовых потоков и центров корпоративного контроля за пределы российской юрисдикции не позволяют сформировать инфраструктуру рублевых расчетов на международных рынках энергоносителей.</p> <p>-Девальвация и инфляция способствуют закреплению высокой доли наличности в сбережениях населения. Это препятствует восстановлению докризисного объема кредитов и их удлинению.</p>	<p>-Стабильность рубля поддерживается даже в условиях отрицательного баланса по текущим операциям благодаря притоку капиталов из «зоны влияния» рубля.</p> <p>-Формируется инфраструктура рублевых расчетов на международных рынках энергоносителей (котировки, валюта платежа, фьючерсы).</p> <p>- По ликвидности рынок акций достигает уровня развитых стран. Активно растет долгосрочное кредитование экономики.</p> <p>- Государство выходит из капиталов крупных инвестиционных банков.</p>
2005-2015	<p align="center"><b>ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА ДЛЯ ЭКОНОМИКИ РОССИИ</b></p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Замедление темпов экономического роста вследствие серии кризисов в финансовом секторе</li> <li>2. Перераспределение инвестиций в пользу экспорто-ориентированных предприятий и предприятий с иностранным участием, привлекательных для зарубежных кредиторов (инвесторов).</li> <li>3. Утрата национальной юрисдикции над крупными финансовыми потоками и частью оборота стратегически важных ресурсов.</li> <li>4. Качественное повышение зависимости экономики от конъюнктуры внешних финансовых рынков.</li> <li>5. Сохранение рублем статуса слабой валюты с ограниченной конвертируемостью.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Сохранение высоких темпов экономического роста.</li> <li>2. Обеспечение равного доступа к инвестиционным ресурсам для всех быстрорастущих секторов.</li> <li>3. Сохранение национальной юрисдикции над крупными финансовыми потоками и оборотом стратегически важных ресурсов.</li> <li>4. Рост устойчивости экономики к внешним финансовым шокам.</li> <li>5. Приобретение рублем статуса реально конвертируемой валюты с собственной «зоной влияния».</li> </ol>

## Контуры стратегии развития финансового сектора

Формирование финансового сектора, способного трансформировать национальные сбережения в инвестиции и обеспечивать межотраслевой перелив капиталов, невозможно без изменения роли государства в финансовом секторе. В развитых странах государство (точнее, монетарные власти) — ключевой участник системы управления инвестиционными рисками. При этом оно выступает в качестве:

- кредитора последней руки, гарантирующего устойчивость банковской системы и финансовых рынков;
- субъекта превентивного антикризисного вмешательства в деятельность финансовых структур;
- ключевого игрока на рынках капитальных активов, влияющего на ценовые тренды и снимающего с рынков некачественные активы;
- источника долгосрочных ориентиров для рынков.

В имеющихся на сегодняшний день «Стратегии развития банковского сектора РФ на период до 2008 года» и «Стратегии развития финансовых рынков» эти аспекты деятельности государства отражены недостаточно. Есть и другие особенности подготовленных стратегий, снижающие их эффективность:

- отсутствует увязка в рамках единого плана направлений развития финансовых рынков и банковской системы.
- не учитываются последовательность событий и изменений, ожидаемых в средне- и долгосрочной перспективе (в частности, не отражены проблематика формирования ЕЭП, последствия вероятного вступления России в ВТО);
- сделана ставка на эволюционную трансформацию финансового сектора под влиянием изменения нормативно-правового поля. Однако, учитывая труднопреодолимые структурные и институциональные барьеры (ловушка низкой капитализации и др.) и сжатые сроки необходимой трансформации, результаты этих изменений могут не успеть проявиться. Требуется форсирование развития финансового сектора за счет прямого финансирования и «выращивания» недостающих институтов государством.

Целесообразно разработать единую систему действий — **интегрированную стратегию**, охватывающую развитие финансового рынка, банковского и страхового секторов, построенную на принципах государственного активизма в финансовой сфере и этапности решения основных задач.

К 2008-2009 годам основная задача интегрированной стратегии — создать развитую систему управления инвестиционными рисками. Это подразумевает одновременное формирование правовых и нормативных институтов, обеспечивающих договороспособность заемщиков (инвесторов), сегмента высоко капитализированных инвестиционных банков и ликвидных рынков капитальных активов.

С 2010 по 2015 годы основной задачей может стать использование созданной системы управления рисками для формирования «зоны влияния» рубля, придания рублю статуса валюты расчетов на мировом энергетическом рынке, трансформации пенсионных накоплений в финансирование крупных инвестиционных проектов.

Для того чтобы решить эти задачи, должны быть найдены способы преодоления следующих **институциональных барьеров**.

- **Незаинтересованность собственников компаний в повышении прозрачности бизнеса** даже при условии расширения возможностей финансирования — из-за опасения использования информации для недобросовестной конкуренции и недружественного поглощения. Снять этот барьер можно только при синхронном переходе компаний к новым стандартам прозрачности.
- **Недостаточная концентрация банковского сектора** по сравнению с нефинансовым сектором экономики. Это не позволяет банкам выступать в качестве равноправных партнеров промышленных компаний, в частности, контролировать их риски, лишает банки инвестиционной привлекательности. Возможности концентрации банковских капиталов путем слияний и поглощений ограничиваются непрозрачностью бизнеса банков, их интегрированностью в различные, зачастую конкурирующие бизнес-группы.
- **Низкая ликвидность рынка капитальных активов** в значительной мере определяется нехваткой денежной массы и предложения кредитов. Однако проблема не может быть решена путем простой денежной накачки — из-за очевидного инфляционного эффекта.
- **Трудность регламентации рисков, принимаемых государственными органами (ЦБ РФ)** при финансировании банков — вследствие отсутствия рыночных оценок стоимости большей части активов, которые могут быть предложены банками в залог. Незрелость системы рефинансирования в свою очередь вынуждает банки поддерживать избыточные запасы неработающей ликвидности. Это ограничивает денежный мультипликатор и блокирует трансформацию кредитных ресурсов в кредиты.

Возможны следующие механизмы преодоления данных институциональных барьеров.

#### ***Развитие системы национальных кредитных рейтингов.***

Развитая система рейтингов должна стать механизмом управления рыночной репутацией компаний и их доступом к финансированию. Этот механизм позволит компенсировать недостаточность административной и имущественной ответственности компаний и их собственников за исполнение обязательств перед кредиторами (инвесторами). Введение жестких нормативных требований учета рейтинга заемщика (получателя инвестиций) при предоставлении финансирования стимулирует синхронный переход компаний к более полному раскрытию информации, и тем самым снимет барьер низкой прозрачности.

Такой подход соответствует новым международным принципам управления рисками Базель-II, и его осуществление облегчит российским финансовым организациям проведение операций на внешних рынках, в том числе — в странах ближнего зарубежья.

Для реализации этого подхода необходима нормативная привязка условий и объемов предоставляемых компаниям кредитов и займов к наличию и величине кредитного рейтинга. Речь идет о корректировке в соответствии с рейтингом коэффициентов рискованности, используемых при оценке качества активов банков, а также учете рейтинга заемщика при формировании банковских резервов под выдаваемые ссуды.

«Жесткость» применяемых к нерейтингованным активам коэффициентов рискованности должна повышаться постепенно, в течение нескольких лет — с умеренной до близкой к максимальной.

#### ***Пулы взаимного гарантирования.***

Этот механизм может применяться для оценки стоимости и обеспечения реализации нерыночных активов, принимаемых в залог органами государственного управления (ЦБ РФ) при финансировании банков. В результате государство получит инструмент регулирования

рыночных ставок и стоимости капитальных активов, а также поддержания устойчивости банковской системы.

Банк России принимает на себя обязательства предоставлять любому из участников пула кредит под залог активов из заранее сформированного пулом списка. Стоимость закладываемых активов оценивается самими участниками пула, принимающими консолидированное обязательство обратной покупки залога у ЦБ в случае непогашения кредита участником-заемщиком.

***Специализированная система расчетов по операциям с капитальными активами.***

Задача механизма — обеспечить ликвидностью рынок капитальных активов и одновременно отсечь эту ликвидность от других рынков, минимизировав тем самым инфляционные риски.

Специализированный государственный банк (агентство) кредитует сделки с капитальными активами под их залог. Средства, уплаченные за активы, зачисляются на специальный счет продавца в данном банке, который вплоть до наступления срока погашения кредита может их использовать только для покупки других капитальных активов с последующим зачислением на аналогичные счета. По счетам начисляется процент, равный проценту по кредиту покупателю.

Предоставление банкам субординированных государственных кредитов, увязанное с реализацией ими структурных программ.

Этот механизм поможет в достаточно небольшие сроки сформировать слой высоко капитализированных и способных к дальнейшему росту капитализации инвестиционных банков.

На конкурсной основе банкам предлагается увеличить собственный капитал за счет субординированного кредита, предоставляемого государством, при условии направления этих средств на реализацию крупных проектов в финансовой сфере. Такие проекты должны быть направлены на ликвидацию «провалов рынка» и формирование новых рыночных сегментов (финансирование инвестиционных проектов общенационального масштаба, формирование рынка российских депозитарных расписок, предоставление на рынках стран ЕЭП услуг по хеджированию валютных рисков по активам в рублях, финансирование крупных сделок по слияниям и поглощениям, включая банковские и др.).

Впоследствии среди портфельных инвесторов периодически размещаются дополнительные эмиссии акций данных банков с одновременным выставлением оферты на покупку по фиксированной цене, гарантирующей инвесторам безубыточность вложений. Цель таких размещений — приучить портфельного инвестора к операциям с акциями данных банков и сформировать их ликвидный рынок.

Часть получаемых от эмиссии акций средств аккумулируется в специальных резервных фондах банков. По истечении сроков реализации проектов из средств этого фонда осуществляется погашение субординированного кредита, предоставленного государством.

Возможная последовательность реализации интегрированной Стратегии развития финансового сектора представлена в таблице («альтернативный вариант»).