

## **СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВЫХ**

### **РЫНКОВ В РОССИИ<sup>1</sup>**

Развитие российских финансовых рынков в период после краха 1998 г. представляется достаточно успешным с точки зрения сохранения стабильности платежной системы (восстановление работы банковской системы после лета 1998 г.) и поддержания стабильности страхового сегмента. В определенной мере удалось сохранить доверие населения ко всем сегментам ФР, хотя оно не развилось до такой степени, чтобы изменить сложившийся баланс между организованными и «домашними» сбережениями. Улучшение состояния финансовых рынков в эти годы в значительной мере было естественным компонентом подъема экономики, подкрепленного устойчивостью макроэкономической ситуации, укреплением надзорных органов (то есть ограничением пирамид и злостных банкротств кредитно-финансовых организаций). Экономический рост и значительный приток доходов от экспорта привели к падению процентных ставок и расширению доступности кредита. В то же время сохранение инфляции ограничило снижение процентных ставок.

#### **1. Финансовый сектор – иллюзия адекватности**

Состояние российского частного финансового сектора оценивается различно участниками рынка, правительственными органами – регуляторами и аналитиками. Мы полагаем, что надо не только констатировать успехи развития отдельных сегментов финансовых рынков, но сформулировать тот уровень задач, которые они должны решать в стране с претензиями на полнокровную рыночную экономику. Мы исходим из простой предпосылки, что страна нуждается в норме накопления примерно в 25% от ВВП. Эта величина соответствует среднемировым показателям (в развитых странах иногда ниже). Примерно та же величина стоит много лет в прогнозах и планах министерства экономики, хотя в практическом плане норма накопления (без запасов) выросла лишь с 15 до 19%.

Величина эта ниже фактической нормы сбережений России (28-30% ВВП), так что при развитых финансовых рынках не было бы большой проблемы финансировать подъем за счет внутренних сбережений. Разумеется, инвестиционный климат в стране оставляет желать

---

<sup>1</sup> Данная глава опирается на работу, выполненную в 2002 году в рамках проекта ТАСИС «Состояние и прогноз развития финансовых рынков до 2010 года».

лучшего во многих отношениях, но ведь в большинстве стран с развивающимися рынками он не идеален, для иностранных компаний любой «чужой» климат достаточно затруднителен. Вопрос спроса на кредитные ресурсы связан с потенциальным спросом, проблемами и потребностями секторов экономики. Ситуация, в которой спрос есть, средства есть, инвестиции начали расти, предполагает выход инвестирующих фирм на рынки за кредитными ресурсами. Спроса на кредитные ресурсы и его структуры по срочности и инструментам разумеется отличается от фактически сложившегося в стране по двум причинам – либо часть проектов не реализуются, или финансируются из-за рубежа, что все-таки предпочтительнее первого. Адекватность финансовой системы де факто – это способность предоставлять кредитные ресурсы во временной структуре спросу со стороны внутренних заемщиков. При достаточно развитых финансовых рынках снижается потребность в мерах промышленной политики, как бы они не назывались.

Надежда, что общее улучшение инвестиционного климата, снижение политических и макроэкономических рисков решит проблемы развития, не оправдываются уже десятилетие. Мечта об инвестиционном подъеме не оставляет политические и экспертные круги России по меньшей мере с 1995 г., когда появились первые признаки окончания кризиса переходного периода, а точнее – закончилась острая фаза снижения производства и изменения относительных цен. Эти ожидания не оправдывались не только в силу недостаточной политической и макроэкономической стабильности, как это принято считать среди макроэкономистов и политиков. Важно отметить, что темпы роста капиталовложений в предыдущие пять лет были сравнимы с темпами увеличения личного потребления, хотя предшествующий инвестиционный спад был намного глубже потребительского. Производство машиностроения росло от настолько низкого уровня, что высокие проценты не должны никого обманывать. Выпуск машиностроительной продукции вырос примерно на 50%, но ее импорт за тот же период удвоился (превысив уровень 1997 г.).

Нет сомнений, что рост экономики России темпами почти в 7% (по ВВП) в течение пяти-шести лет при невероятной удаче с ростом цен на нефть и практически на все товары сырьевого экспорта должен был привести к быстрому развитию финансового сектора, росту депозитов, банковских активов и т.п. При минимально «корректном» отношении регуляторов финансовые рынки оправались от краха 1998 года и демонстрировали высокие темпы роста основных параметров в номинальном выражении. Восстановление банковского сектора – наиболее развитого сегмента финансовых рынков - в послекризисный период не сопровождалось какой-либо радикальной банковской санацией или реструктуризацией. Напротив, быстрый поворот к росту в экономике страны с осени 1999 г. – всего через год

после краха – был скорее естественным развитием сектора. К началу 2005 г. отношение банковских активов к ВВП выросло до 42,5%, а собственный капитал – до 5,6% (но сократилось за год с 6,5%), тогда как в 1997 г. эти показатели составляли 30,3% и 4,9% от ВВП. Ключевыми тенденциями, определившими столь успешное развитие российских банков в рассматриваемый период стали: некоторая переориентация ресурсной базы банков с корпораций на население; постепенный сдвиг с кредитования преимущественно экспортного сектора экономики к расширению вложений во внутренние обрабатывающие отрасли и на кредитование физических лиц; возросшая роль в операциях банковской системы финансовых рынков.

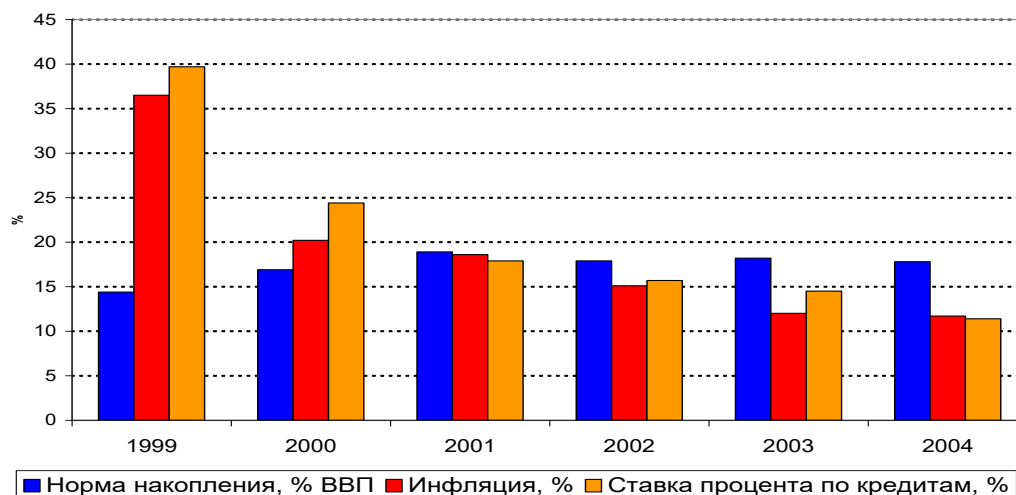
Программа социально-экономического развития Российской Федерации на среднесрочную перспективу от 15 августа 2003 года справедливо отмечала: «Доступность долгосрочных инвестиционных и кредитных ресурсов - важнейшее условие модернизации и диверсификации экономики. В настоящее время российская финансовая система в значительной мере удовлетворяет потребность экономики в краткосрочных инвестиционных и кредитных ресурсах, но пока не способна предоставлять в достаточной мере долгосрочные ресурсы.» Данное заключение основано (в скрытом виде) на широко распространенном мнении, что российская экономика в целом «имеет такую финансовую систему, какую заслуживает». Доступность краткосрочного кредита для крупных компаний и состоятельной части российских граждан соседствует с высокими процентными ставками и ограниченной доступностью кредита для малых и средних предприятий.

Ощутимый рост кредитования нефинансовых предприятий и населения в последние годы привели к повышению масштабов кредитования до 18,8% ВВП. Рост потребительского кредита, рост депозитов населения, другие параметры развития банковской системы указывают на благополучие. Если обратиться к другим сегментам финансовых рынков, то можно отметить рост страховых премий. Увеличение индекса РТС и ММВБ вообще выглядит впечатляюще. Не удивительно, что Россия получила самый высокий рейтинг от международных агентств за обозримое время. Но вопрос остается – как мы меряем успех развития финансового сектора.

Отметим, что программы развития банковской системы ЦБ и финансовых рынков ФСФР – оставляя в стороне критику деталей – носят вполне оптимистичный характер и предполагают в ближайшем будущем серьезные улучшения в работе российских

финансовых рынков с учетом предлагаемых законодательных изменений<sup>2</sup>. Мы полагаем, что важно определить потребности реального сектора, сформировать более четкие цели развития финансовых рынков, чтобы представлять себе, как где мы находимся, так и куда мы хотели выйти в обозримом будущем.

**Рисунок 1. Основные макроэкономические показатели, %**



Источник: ЦБ РФ

Как показывает рис. 1 по общим данным ставка процента снизилась ниже уровня инфляции (по индексу потребительских цен) только в прошедшем 2004 г., хотя по индексу производственных цен ставка процента по-видимому была отрицательна. Нет сомнения, что российский банковский сектор движется вместе с экономикой. Фактически сектор все более заполняет «средний этаж» лестницы – краткосрочное кредитование более или менее надежных заемщиков. Создается впечатление, что рост спроса и предложения идет параллельно и нет большой проблемы развития. Всегда есть проблема доверия к банкам и к заемщикам, постепенно идет создание системы страхования депозитов.

Но осталось два других сегмента рынка, в которых банковский сектор не успевает обеспечить: крупные долгосрочные проекты и массовые проекты развития малого и среднего бизнеса. Номинальная ставка процента для малого бизнеса - 20-25%. В последние годы наблюдался большой рост кредитования нефинансового сектора, опирающийся на рост средств предприятий. В то же время увеличение собственного капитала в 2004 г. остановилось, а в относительных величинах даже сократилось с 6,2 до 5,6% ВВП (см. таблицу 1). Тем самым постоянно витает в воздухе угроза банковского кризиса типа того,

<sup>2</sup> См. Интервью М.Рубченко с О.Вьюгиным «Ликвидность возвращается», «Эксперт» №28, 25-31 июля, 2005 г., стр. 46-48.

что произошел летом 2004 г. В принципе для рыночного хозяйства вполне нормально, что несколько банков выпадают из бизнеса время от времени, не выдерживая конкуренции. Но для развивающихся рынков, характеризующихся низким доверием в целом, каждый такой кризис затрудняет развитие и укрепление банковского сектора в целом.

В целом заметны огромные изменения в структуре активов и пассивов российской банковской системы за период после краха 1998 г. Однако фактически банковская система еще не обеспечивает массу мелкого бизнеса. Крупные кредиты могут предоставить только Сбербанк и ВТБ, которые эволюционировали фактически в разновидность банков развития. Но только они и Газпромбанк могут дать своим клиентам достаточно крупные кредиты, но и у них есть проблемы кредитования высококонцентрированной промышленности. Огромная экономика крупных фирм при сотнях мелких банков образуют явное системное несоответствие. Российская банковская система не прошла реструктурирования и обновления сверху после краха, что, по всей видимости, указывает на серьезные интересы собственников банков. Проблема контроля сдерживает и возможности капитализации банков сегодня. ЦБ оказался в своего рода «ловушке» вместе с банкирами – он не может призывать к изменению контроля в банках, но вынужден требовать от них укрепления капитальной базы. Тем самым остается открытым вопрос, как расширить базу всей системы для того, чтобы она была адекватна заемщикам.

Усилия государственных органов были направлены на преодоление кризисных явлений в финансовом секторе, но не проводилось какой-либо комплексной реформы на финансовых рынках. Реструктурирование банковской системы не проводилось в сколько-нибудь серьезных масштабах, рост активов финансовых институтов шел с опережением роста реального сектора, что совершенно естественно после глубокого финансового кризиса. В ходе подъема сохранилось доминирование двух государственных банков и небольшой группы ведущих банков, не появилось ни новых крупных банков, ни появления региональных банковских центров с самостоятельной ролью.

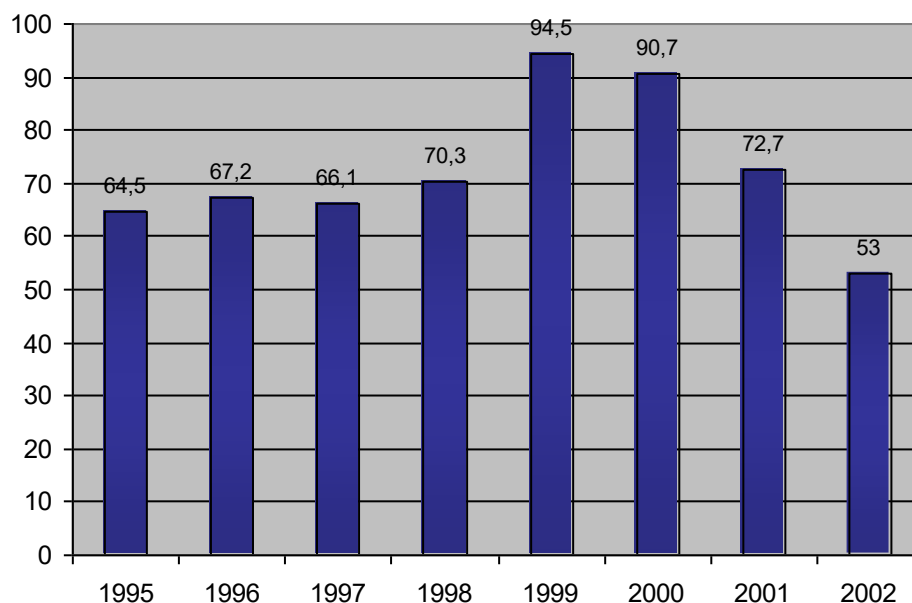
Второй по важности финансовый сектор страны – страховой – также находится в настоящее время на подъеме. Российские страховщики практически без потерь прошли финансовый кризис 1998 года. Им удалось сохранить численность компаний на рынке, достаточно быстро восстановить величину активов, частично утраченных в связи с неисполнением обязательств по государственным ценным бумагам. За эти годы размер страховой премии вырос в три раза. Произошло изменение структуры сектора: более трети собираемых взносов приходится на страхование жизни. Введено обязательное страхование

автогражданской ответственности. В то же время сохраняется проблема суррогатного страхования, в частности, использования схем страхования жизни для «оптимизации» налогов.

Рост индексов фондового рынка в 2003-2004 гг. был весьма значителен, но его не надо переоценивать. На фондовом рынке обращалась незначительная доля акций, инсайдерская торговля не исчезала. В структуре собственности эмитентов наблюдалась тенденция к концентрации собственности (до 75% и более), что отражало стратегию перепродажи с прибылью активов, полученных в период приватизации. Фондовый рынок не стал пока средством финансирования даже для проектов крупных компаний, выход на биржу компаний «второго эшелона» идет медленно. Как отмечается в главе 5 настоящей работы, несмотря на преодоление основных последствий кризиса 1998 года и устойчивого развития практически всех секторов российского фондового рынка, он по-прежнему не способен в полной мере выполнять свои основные функции – трансформацию внутренних сбережений в инвестиции, межотраслевое перераспределение капитала и распределение рисков. Отсутствие долгосрочных финансовых инструментов, высокие барьеры выхода предприятий на рынок ценных бумаг, информационная закрытость и асимметричность являются основными причинами фактической стагнации на сегменте долгосрочных инвестиций и ориентацией всего рынка ценных бумаг на краткосрочные операции.»

Капитализация фондового рынка на конец 2003 г. достигла уровня 39% от ВВП за год, что уже близко к мировым показателям (см. График 3). Правда, значение этого показателя существенным образом отличается от большинства стран в связи с высокой концентрацией собственности и низкой долей торгуемых акций. Он скорее отражает стремление владельцев компаний поднять капитализацию за счет часто инсайдерской (оффшорной) торговли небольшими объемами акций, часто с целью перепродажи активов. Ликвидность рынка остается ограниченной, масштабы торговли не столь велики с учетом сохранения возможности блокировать важные решения с 25%+1 акция, что ведет к тенденции к концентрации контроля в 75%.

**Рисунок 2. Рыночная капитализация (53 основные биржи мира).**



Источник: The Significance of the Exchange Industry. World Federation of Exchanges, July 2004, p.3.

Влияние новой накопительной пенсионной системы на развитие финансовых рынков и экономику страны – дело будущего. Пока основной проблемой является именно нехватка надежных инструментов для вложения средств пенсионных фондов. Существенно отстает от нужд рынка развитие двух важнейших инструментов – корпоративных облигаций и закладных. Быстро развивается потребительский кредит, но он может создать проблемы в случае общих финансовых осложнений в стране.

Процессы восстановления ФР в условиях экономического подъема 1999-2004 гг. отражены в приведенных ниже материалах. Они также были описаны и осмыслены в многочисленных работах исследовательских центров (в частности Центра Развития в части банковской системы), а также более или менее систематически изложены в докладе «Состояние и прогноз развития финансовых рынков до 2010 года» (ТАСИС, М. 2003). В то же время сохраняются проблемы, отмеченные в Программе социально-экономического развития на среднесрочную перспективу (август 2003 г.): «Доступность долгосрочных инвестиционных и кредитных ресурсов - важнейшее условие модернизации и диверсификации экономики. В настоящее время российская финансовая система в значительной мере удовлетворяет потребность экономики в краткосрочных инвестиционных и кредитных ресурсах, но пока не способна предоставлять в достаточной мере долгосрочные ресурсы.

Эту проблему можно решить путем развития банковского сектора, повышения его капитализации, развития рынка долговых ценных бумаг, создания благоприятных условий для деятельности институциональных инвесторов (инвестиционных и пенсионных фондов, страховых компаний), рынка ипотечных услуг, для лизинга, а также организованных рынков товаров и производных финансовых инструментов.»

Основные направления деятельности Правительства РФ на период до 2008 года, утвержденные 28 июля 2004 г. (далее - «Основные направления...»), трезво оценивают ситуацию, сложившуюся в российской экономике в ходе подъема: «Сложившаяся модель роста, опирающаяся на наращивание экспорта сырья, не сможет в дальнейшем обеспечить высокие темпы экономического роста на уровне 7-8 процентов, а также высокий уровень доходов для большинства населения и создать условия для формирования среднего класса. Даже при благоприятной конъюнктуре мировых рынков сырья и энергоносителей темпы роста валового внутреннего продукта могут в перспективе составить 5-6 процентов в год. Вместе с тем российская экономика обладает значительными возможностями для ускорения экономического роста, в том числе сформированной нормативной правовой базой, научно-техническим, кадровым и природным потенциалом.» Одним из важнейших факторов роста экономики являются ФР, которые имеют собственные закономерности развития, могут создавать проблемы в ходе этого развития, но обеспечивают финансирование реального сектора.

Неразвитость финансовых рынков и ограниченная роль банковской системы к 1998 г. в кредитовании российских предприятий стали причиной сравнительно умеренной глубины экономического кризиса 1998 г. (тогда как многие страны Юго-Восточной Азии с более глубоким развитием финансовых рынков после Азиатского финансового кризиса 1997 г. испытали двузначные величины падения ВВП).

С точки зрения финансовых рынков и институтов крах 1998 г. охватил всю действующую на тот момент финансовую систему: банки, фондовый рынок, внутренний государственный долг (единственный массовый обращающийся инструмент), национальную валюту. В период кризиса далеко назад была отброшена вся система государственного внутреннего долга и банковская система. Меньше пострадал страховой сектор экономики. Отсутствие в то время накопительной пенсионной системы и многих долгосрочных инструментов, естественно, предотвратили их банкротство. При этом падение показателей реальной экономики в 1998-1999 гг. было относительно небольшим и стало исходной точкой последующего подъема при более благоприятных внешних условиях.



Обесценение внутреннего долга государства, обесценение рублевых налоговых обязательств и неизбежное реструктурирование налоговой задолженности предприятий довольно быстро разрешили проблему неплатежей в бюджет и между предприятиями. В ходе подъема резко сократился неистребимый ранее бартер, радикально уменьшилась задолженность по зарплате, почти исчезли забастовки. По-видимому, увеличился горизонт планирования как у бизнеса, так и у домашних хозяйств. Нормализация экономической жизни на микроуровне стала одним из важнейших факторов роста.

Главное достижение последнего четырехлетия – снятие с повестки дня большинства острейших макроэкономических проблем 1997–1999 гг. Многолетний рост привел постепенно к ослаблению синдрома кризиса, постоянного ожидания (политиками, СМИ и гражданами) крупных экономических неприятностей. Экономический подъем в РФ 1999–2004 годов обеспечил значительный рост экономики – среднегодовые темпы прироста ВВП за эти годы составил 6,8%, средний прирост капиталовложений составил более 10% (см. Таблицу 1). Фактически большой набор проблем макроэкономической стабилизации и бюджетной реформы был решен за это время. Но норма накопления страны выросла не слишком значительно и осталась в пределах 20–21% ВВП при 35% норме сбережений. К 2005 году подъем стал замедляться, с опозданием на десять лет стали складываться условия для модернизации, хотя условия для инвестирования оставались, конечно, ниже уровня массового инвестиционного подъема.

***Таблица 1. Макроэкономические показатели России, 1997-2004 и оценки 2005 года***

<b>Показатель</b>	<b>Среднее 1997–1999</b>	<b>Среднее 2001-2004</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005П</b>
ВВП	0,7	6,1	7,3	7,1	5,7
Промышленное производство	2,4	6,8	7,0	6,4	4,8
Накопление основного капитала	–2,3	9,2	12,5	10,9	11,0
Конечное потребление домашних хозяйств	–0,5	9,2	7,4	11,3	10,5
Индекс потребительских цен (декабрь к декабрю)	40,8	14,4	12,0	11,7	12,1
Уровень безработицы (ILO), %	12,5	8,4	7,9	7,4	7,1
Дефицит федерального бюджета, % ВВП (+ профицит)	–4,7	2,4	1,6	4,8	2,5
Торговый баланс, млрд. \$	22,5	60,4	60,0	78,0	75,0
Цена нефти (Urals), \$/баррель	15,9	29,0	29,3	35,0	51,5

Обменный курс, рубль/\$, на конец периода	17,9	29,9	29,5	27,7	28,6-28,8
Золотовалютные резервы, млрд. \$	14	59,4	76,9	124,5	153,0
Рейтинг S&P	n/a	n/a	BB+	BBB-	BBB-
Рейтинг Moody's	n/a	n/a	Baa3	Baa3	Baa3

*Источник: ФСГС, Минфин, ЦБ России; прогнозы ИЭФ*

Существенным результатом подъема стало восстановление рейтингов докризисного периода, валютных запасов. Позитивная динамика в экономике в целом и рост роли финансовых институтов в финансировании экономического роста отражают естественные процессы развития ФР в условиях длительного подъема. Но они не снимают вопросов формирования более адекватной структуры ФР, доступности долгосрочных кредитов, крупных кредитов и кредитов для малых и средних предприятий.

Главной целью Правительства остается формирование модели российской экономики, обладающей долгосрочным потенциалом динамичного роста, способной обеспечивать последовательное повышение благосостояния населения, эффективное воспроизводство и модернизацию производственного аппарата, укрепление конкурентоспособности и безопасности страны. Это предполагает постепенный уход от сырьевой модели, «голландской болезни» и развитие наукоемких секторов. «Основные направления...» подчеркивают этот аспект: «Конкурентоспособность России на мировых рынках определяется темпами внедрения новейших научно-технических решений и развития наукоемких производств, эффективностью инновационных процессов. Эффективное использование интеллектуальных ресурсов и развитие технологической базы являются важнейшими общенациональными задачами, требующими принятия новых решений, определения государственных приоритетов научно-технологического и инновационного развития страны. Необходимо определить оптимальный состав государственного сектора науки и сосредоточить усилия на ограниченном числе стратегически важных направлений, решить проблемы повышения эффективности управления и финансирования научно-технической и инновационной деятельности.

Финансирование сферы НИОКР и фундаментальной науки в настоящее время составляет около 1 процента валового внутреннего продукта против 2-3 процентов валового внутреннего продукта в технологически развитых странах, доля инновационной продукции в

структуре промышленного производства оценивается соответственно в 4-5 процентов против 30-35 процентов. Структурные и технологические преобразования, необходимые для повышения темпов роста экономики до 7 - 8 процентов в год, также требуют партнерства бизнеса и государства в сфере научно-исследовательской деятельности на основе широкого привлечения внебюджетных ресурсов, но при условии сохранения в государственной собственности стратегических объектов. Оно должно ориентироваться на реализацию крупных национальных инфраструктурных проектов и создание новых источников роста в сфере высоких технологий и "экономики знаний".»<sup>3</sup>

Принципиально важны три структурных параметра инвестиционного подъема: отраслевое распределение инвестиций, их характеристики с точки зрения длительности, рентабельности и риска, а также их региональное распределение. В идеальном варианте накопление идет с захватом ключевых отраслей, направлено на создание новой продукции и новых эффективных мощностей, а также охватывает ключевые регионы страны. Для России принципиально важно перейти к инновационному развитию, начать обновлять изношенные инфраструктурные сети и начать восстанавливать способность производить инвестиционные товары. Успех инвестиционного процесса в этих аспектах был бы эквивалентен формированию институциональной базы для широкого накопления и снизил бы потребность в любых подстраховках рынка с помощью государственных инвестиций и различных промежуточных инструментов промышленной политики.

На протяжении последних лет лишь несколько отраслей демонстрировали очень высокие темпы прироста инвестиций, причем отраслевые взлеты были в значительной мере разрозненны и связаны со специфическими отраслевыми факторами. Отрасли, подверженные интенсивной иностранной конкуренции и зависящие от реального курса рубля, испытывали существенные затруднения. Напомним, что падение реального накопления в 90-х годах составило величину в три четверти начального уровня. В целом при высоких, часто двузначных темпах прироста капиталовложений, трудно говорить о полноценном инвестиционном буме. Так что основными движущими силами подъема в основном были личное потребление и экспорт. Об ограниченности инвестиционного роста говорят следующие важные характеристики подъема:

- низкая общая норма накопления (20-21% ВВП);
- низкие показатели образования новых действующих фирм (малых в том числе);

---

<sup>3</sup> Основные направления деятельности Правительства РФ на период до 2008 года,

- относительно небольшие объемы импорта промышленного оборудования и его внутреннего производства;
- медленный процесс радикальной реконструкции предприятий;
- недостаточное количество новых крупных инвестиционных проектов;
- низкий уровень расходов на инновации.

Характеристики финансирования инвестиций в России в годы подъема были схожи с показателями середины 1990-х годов. Сокращение доли самофинансирования при росте роли прибыли не сопровождалось ростом традиционных для рыночных экономик источников финансирования. Вместо этого мы видим рост роли местных бюджетов, естественно, пытающихся поддержать жилищное строительство, подтолкнуть производственные инвестиции. Сокращение внебюджетных фондов (прежде всего дорожного) было перекрыто резким ростом «прочих» привлеченных источников финансирования (которые состоят в основном из средств вышестоящих организаций). Хотя и наблюдается некоторый прогресс в использовании внешнего финансирования, но даже более развитая, чем другие сектора финансового рынка, банковская система явно не успевает за инвестиционным процессом.

При бесспорном улучшении инвестиционного климата страны за счет общих политических и макроэкономических факторов, большая часть регионов, отраслей и типов проектов остается вне того процесса модернизации, который выступает как естественная цель развития страны. Значительный рост производства и накопления улучшил обстановку в стране, но не решил проблему перехода к инновационному типу развития. Тем самым правительство остается перед сложным, но хорошо знакомым всему миру выбором: продолжать политику дальнейшего улучшения инвестиционного климата и терять время в ожидании, или пытаться найти специфические средства решения проблем развития в соответствии с приоритетами и рисковать в проведении политики повышения конкурентоспособности. Потребности современного развития и в большой степени потерянные с этой точки зрения пятнадцать лет переходного периода вынуждают вновь вернуться к рассмотрению целей и инструментов политики в области финансовых рынков.

## **2. Проблемы развития и функции ФР**

Можно считать давно признанным фактом наличие тесной связи между уровнем развития финансовой системы и интенсивностью экономического развития той или иной страны. Вместе с тем, характер этой связи до сих пор остается предметом дискуссий экономистов. Сравнительное значение различных механизмов определяет угол зрения, под

которым целесообразно рассматривать перспективы развития финансовой системы в России.

Для выхода на устойчиво высокие (7-8 % в год) темпы роста экономики необходимо завершение институциональных и структурных преобразований в соответствии с потребностями рыночной экономики, в частности формирование современных развитых, многосекторных финансовых рынков с развитым инструментальным рядом. В конечном итоге для страны, активно экспортирующей капитал в течение пятнадцати лет переходного периода, создание надежных, пользующихся доверием финансовых институтов и рынков является необходимым условием превращения национальных сбережений в национальные инвестиции. Финансовые рынки в России характеризуются крайне неравномерным развитием их сегментов. Если банковская система, страховой сектор, потребительский кредит развиваются опережающими темпами, то пенсионная система, рынок облигаций, ипотека проходят намного более ранние стадии развития. Отдельной важной задачей остается связь накопления с корпоративным контролем и капитализацией российских компаний. Особую роль играет фондовый рынок, на котором доминируют либо интересы контроля над активами (а не финансирования), либо интересы крупных зарубежных фондов, формирующих доходные портфели для своих клиентов в развитых странах. Структура предложения долговых инструментов должна соответствовать структуре накопления и дополнять самофинансирование. Это в свою очередь позволило бы повысить устойчивость положительной экономической динамики.

В практической жизни и аналитической литературе анализ российских финансовых рынков по понятным причинам часто сводится к описанию существующих сегментов рынка, их проблем и проблем их регулирования. Такой анализ неизбежно имеет фрагментарный характер. Разумеется, эта ситуация имеет объективные основы в неразвитости ФР страны, которая лишь пятнадцать лет развивает рыночную экономику. В то же время проблема того, какие ФР страна хотела бы иметь, какую они могли бы играть роль в условиях глобальной конкуренции, остается за кадром. В дальнейшем необходимо также отделить общую конкуренцию стран за свое развитие и благосостояние своего населения, экономический рост, занятость, - от собственно внутриотраслевой конкуренции на финансовых рынках между финансовыми институтами разных стран за клиентов.

Неослабевающее внимание бизнеса, общественности и исполнительных органов власти к проблеме развития финансовых рынков имеет глубокие основания, которые необходимо, по крайней мере, систематизировать в целях дальнейшего анализа:

- озабоченность регуляторов (государства) состоянием банков и других финансовых компаний с точки зрения их надежности, качества капитала;
- проблема качества услуг финансовых институтов;
- роль финансовых институтов в вопросах «оптимизации налогообложения»;
- постоянная необходимость крупных компаний прибегать к услугам западных финансовых институтов (недостаток крупных кредитов);
- дороговизна кредита (положительный реальный процент);
- недостаточная длительность кредитов реальному сектору;
- ограниченная доступность кредита малому и среднему бизнесу;
- зависимость многих кредитных учреждений от учредителей в отборе проектов (кэптивность);
- значительный вывоз капитала (легальный и нелегальный);
- сложность получения средств на фондовом рынке;
- характер и роль иностранного капитала в финансовых институтах страны в условиях вступления в ВТО.

Напомним, как функции финансовых рынков были описаны Нобелевским лауреатом Дж. Стиглиц в специальной работе по переходным экономикам в самом начале 90-х годов<sup>4</sup>: передача ресурсов (капитала) от сберегающих агентов к заемщикам и инвесторам; агломерация капитала, поскольку проекты требуют больше капитала, чем может быть у одного или группы сберегающих агентов; отбор проектов; мониторинг использования средств по проекту; обеспечение выполнения контрактов (возврата); передача, разделение, агрегирование рисков; диверсификация рисков.

Недостаток (содержательный) обычного обсуждения в России проблемы ФР состоит в том, что обсуждается только первые один-два пункта. Доклад ФКЦБ на заседании Правительства РФ (ноябрь 2003) утверждает: «Основной проблемой современного российского финансового рынка является его неспособность обеспечить потребности экономики в инвестициях финансовыми ресурсами. Финансовый рынок недостаточно эффективно опосредует потоки, направляемые на экономическое развитие, не выполняет функции трансформации сбережений в инвестиции и перелива капитала.»

Российская литература сосредоточена на проблеме перелива свободных капиталов сырьевых отраслей. Эта проблема постоянно обсуждается в аспекте ренты, которую

---

<sup>4</sup> Joseph Stiglitz. "Financial Systems for Eastern Europe's Emerging Democracies", ICS press, San Francisco, Cal., US, 1993, p.9-10.

получают сырьевые компании, их влияния на спрос внутри страны и вывоз капитала. Сформировавшийся за годы переходного периода сравнительно либеральный режим движения капиталов при слабом фактическом контроле позволяет экспортным секторам размещать свои средства достаточно свободно. С помощью трансфертных цен компании могут (хотя мы не утверждаем, что они это делают) перемещать свободные ресурсы как внутри страны между регионами, так и за рубежом. В данном случае под «свободными ресурсами» мы понимаем не остатки на счетах в банках, а средства, высвобождаемые при вывозе капитала.

Специфика российского вывоза капитала, размеры и последствия которого обсуждаются в следующем параграфе, заключается в том, что пересечение границы РФ означает не только автоматическое инвестирование соответствующих средств в зарубежные активы. Есть еще две важные особенности данного процесса, которые, вероятно, не являются уникально российскими, но для целей нашего исследования представляются исключительно важными с точки зрения взаимоотношений финансового и реального сектора экономики страны. Первой из них является природа вывозимых средств, а вторая - изменение характера собственности на вывозимый капитал при пересечении границы.

Использование подставных фирм и трансфертных цен, широкое использование оффшоров с точки зрения движения средств промышленного (или любого иного) предприятия представляет собой вывоз средств сверх уровня текущих издержек производства. В данном случае несущественно, какова политика предприятия в области поддержания и обучения рабочей силы, социальных расходов или ремонта оборудования. Предполагая вполне нормальное ведение дел на предприятии, вывод средств из непосредственного оборота означает объективно вывод инвестируемого дохода: прибыли и амортизации плюс, естественно, «оптимизированные» элементы налогов. Отдельные крупные предприятия при выводе «свободных средств» могут делать это непосредственно. Предприятия в составе интегрированных бизнес-групп (ИБГ) действуют в рамках единой холдинговой системы, что предположительно включает централизацию средств.

Вторая особенность ситуации заключается в том, что вывезенные средства, как правило, меняют формального собственника: та или иная оффшорная компания оказывается не только промежуточным звеном, но представляет собой финальный адрес ресурсов. С этого момента мы оказываемся перед своеобразной ситуацией: если средства остаются вне страны, они представляют собой обычный элемент мировой финансовой системы и могут рассматриваться как потребительский доход собственника. Если они возвращаются в Россию

как портфельные инвестиции – они неотличимы от любых зарубежных портфельных вложений. Но при реинвестировании этих средств в ту же группу предприятий они замаскированы как приток прямого или портфельного капитала (или коммерческий кредит), хотя по существу должны рассматриваться как элемент самофинансирования (которое и без того велико). Естественно также, что вывезенный капитал в принципе оперирует по другим стандартам рисков. Смена собственника, таким образом, не является нейтральной по отношению к дальнейшему процессу движения средств. Анализ этой ситуации в сравнении с предположительной ситуацией более развитых финансовых рынков («как в стране с более развитыми рынками») дает достаточно ясную картину:

- Средства в основном минуя внутреннюю банковскую систему (кроме как для «отмывки») и не создают дополнительного предложения финансовых ресурсов;
- Нет понижающего давления на ставку процента;
- Налоговые средства минуя казну;
- Средства теряют связь с предприятием, которые было первичным источником дохода, и становятся формально иностранным капиталом;
- Использование собственных зарубежных финансовых ресурсов фирмами увеличивает фактический уровень самофинансирования реального сектора и сокращает спрос на услуги финансовой системы.

Господство самофинансирования производственных инвестиций в капиталэкспортирующей стране создает существенные ограничения на возможности привлечения кредита. Тем самым как на практике, так и в обсуждении проблем ФР весьма ограниченная роль отводится другим ведущим функциям ФР применительно к инвестиционному процессу в стране по «списку Стиглица»: отбор и мониторинг реализации проектов и возврата средств, разделение и диверсификация рисков.

Огромная потребность страны в капиталовложениях охватывает весьма широкий спектр отраслей и проектов, необычный для развивающихся стран, которые зависят от небольшого набора отраслей, в большинстве случаев имеют проблемы финансирования платежного баланса и пытаются использовать государственные средства, частный и государственный долг для финансирования развития. В российских условиях отбор проектов по принципам финансовых рынков сталкивается с высокими политическими и коммерческими рисками (а исторически и с инфляционными проблемами), что в условиях переходного периода сузило горизонт частных инвестиций, ограничивало вложения как на



уровне предприятий, так и на уровне отраслей и регионов лишь совершенно очевидными быстрокупаемыми проектами, которые обеспечивали высокий доход.

Огромную тормозящую роль в развитии ФР как совокупности систем отбора проектов сыграли финансовые схемы всего переходного пятнадцатилетия, в которых сколько-нибудь серьезный отбор проектов развития (прямые внутренние инвестиции) подрывался необычайно высокой нормой прибыли спекулятивных вложений. Этот аспект часто игнорируется, хотя необычайно высокая доходность «финансовых пирамид», управления государственными средствами, использования пирамиды ГКО создали устойчивые ожидания инвесторов в отношении высокой нормы прибыли (40% и более по отзывам бизнесменов в 2001-2003 гг.).

Роль ФР в области передачи и диверсификации рисков в условиях ограниченной защиты прав собственности, большого риска невозврата кредита, особенностей законодательства по очередности взыскания долгов оказалась крайне ограниченной. Банки, которые имели широкие промышленные вложения перед крахом 1998 года пытались частично распределить риски за счет отраслевой и региональной диверсификации, что могло стать моделью на будущее. Однако в целом эта ветвь финансовых учреждений понесла, пожалуй, наибольшие потери в 1998-1999 гг. по сравнению с более спекулятивными ветвями. Бизнес пошел по другим путям перераспределения рисков: доминирование самофинансирования, в том числе финансирование капиталовложений через подчиненные (кэптивные) банки и страховые компании, концентрация сбережений своих предприятий в рамках ФПГ для вложений в контролируемые предприятия.

Другим радикальным путем стал вывоз капитала. Фактически складывалось необычное «разорванное» соотношение доходности и риска: либо очень высокий доход на «домашний» риск, либо низкий безрисковый доход после вывоза капитала за рубеж. Риск государственной экспроприации был достаточно низок в ее явных формах (национализация, выкуп) - во всяком случае, до «дела ЮКОСа». Скорее речь шла об установлении рентных отношений со стороны государственных соучастников процесса приватизации. Но риск частного захвата собственности с использованием судов и искусственных банкротств, зачастую при косвенном участии государственных органов, был высок в условиях ослабления как государства в целом, так и правоохранительной системы в особенности.

В современных условиях состояние ФР выглядит противоречиво: с одной стороны, наблюдается значительный рост в годы подъема, с другой стороны, возникает

«институциональная ловушка» в отношении роли кредита в накоплении. Накопленные ресурсы профицита федерального бюджета дали возможность выкупать долг Парижскому клубу, вновь поставили вопрос о государственном финансировании развития. После многолетних дебатов, потерянного времени инструменты развития так и не были созданы. Поэтому огромные проблемы в ЖКХ, дорожном строительстве, обновлении инфраструктуры не могут быть решены (частично) в том числе и потому, что нет отработанных правовых методов использования свободных средств бюджета. Постепенный рост внешнего финансирования капиталовложений (см. соответствующие данные роста банковских кредитов реальному сектору) во многом обеспечен растущими инвестициями со стороны государственных банков, прежде всего Сбербанка. Последний объективно оказался в тяжелейшем положении после краха 1998 г. как основной держатель государственных облигаций. Необходимость платить по депозитам большинства населения вынудила его играть роль своего рода квази-банка развития. Он имеет многие параметры банка развития: государственная собственность, государственные гарантии, крупные вложения в ведущие компании страны при возможном и вероятном влиянии политических соображений.

Важной проблемой в обсуждении роли ФР является проблема государственного финансирования капиталовложений или системы методов снижения риска и повышения рентабельности тех проектов (экспорт, инновации и др.), которые выступают приоритетными с точки зрения развития страны. С этой проблемой сталкиваются все развивающиеся страны и страны с переходной экономикой. Вступление стран Центральной и Восточной Европы в ЕС снимает вопрос о способе отбора проектов, поскольку в короткое время интеграция финансовых рынков приведет к обслуживанию сколько-нибудь значительных фирм этих стран иностранными или скорее интернациональными банками и другими финансовыми институтами. Обеспечение единой правовой среды и снижение страновых рисков облегчат эту задачу.

Новые проблемы развития в РФ вызвали значительную дискуссию вокруг проблем промышленной политики. Инструментарий промышленной политики на уровне отдельных проектов носит явно компенсаторную роль по отношению к недостатку развития ФР. Например, гарантии правительства для снижения политических рисков (недавний пример с компанией СУАЛ) снижают стоимость зарубежного финансирования крупного промышленного проекта, которое необходимо из-за недостаточности общей мощности внутренней банковской системы для поддержки проекта. Аналогичную роль играет субсидирование ставки процента: стимулирование роли внутреннего кредита и сокращение ставки для снижения риска банков.

По нашему мнению, возможность и необходимость промышленной политики в большой степени зависит от развития ФР. Чем больше длина выдаваемых кредитов и ниже ставка, тем выше доступность кредита для широкого круга заемщиков, тем меньше поле для государственных банков и инструментов. Условно говоря, меры финансирования капиталовложений в рамках промышленной политики и возможности ФР в сумме составляют константу: развитые ФР снимают нужду в методах промышленной политики и связанных с ней рисках, уменьшают сферу ее возможного применения. При этом важно не сбрасывать со счетов еще один институциональный риск: укоренение методов промышленной политики или расширение роли государственных банков немедленно создает специальную группу интересов в поддержании и сохранении этих методов надолго.

### **3 Стадия развития и специфика ФР**

Проблема стадии или характера развития страны относится к одной из серьезных проблем развития, причем споры вокруг попыток международных финансовых организаций (особенно МВФ) выработать единые подходы к решению однотипных проблем вызывают значительную критику. 1990-ые годы, видимо, дали достаточно материала, чтобы убедиться в важности институтов, определяющих фактическое поведение экономических агентов. Предсказанные результаты того или иного законодательного акта, реформы или мер политики часто оказывались недостижимыми в силу того, что подлинные цели и мотивация экономических агентов (на микроуровне) отличались от тех, которые предполагались разработчиками нововведений.

Нужно более четко определить специфику России среди иных стран с формирующимися рынками. Такое определение должно охватывать специфику структуры экономики, уровень развития и характер институтов собственности. Россия – это страна с малопрозрачными (недавними) отношениями собственности, высокой концентрацией собственности в ИБГ, сырьевыми перекосами в экспорте и «голландской болезнью», большим незагруженным человеческим капиталом и уровнем общего развития, характерного для стран с 5-10 тысячами долларов ВВП на душу населения, а также с огромными социальными и региональными неравномерностями и дисбалансами.

Права собственности большой массы российских ведущих компаний в результате особого пути приватизации оказалась в конечном итоге номинально в руках оффшорных юридических лиц, обеспечивающих большую правовую защиту своим фактическим

собственникам. Во-первых, приватизация - это спецификация прав собственности, а в России был применен метод максимальной деспецификации. Во-вторых, Россия - это самая большая экономика, в которой основная часть собственности представлена оффшорами, а не национальными владельцами. В-третьих, имеется масса «соучастников» в контроле на производственными активами, которые претендуют на ренту. Часто они участвовали в приватизации или способствовали ей лично, но не могли предъявить права явно. В-четвертых, отечественная приватизация все еще не завершена полностью формированием устойчивой системы собственности. Проблема в том, что не сложилась система стимулов к максимизации текущей стоимости фирмы за счет текущих усилий управления и инвестирования. Для многих собственников на данной стадии легче перепродать и реализовать «приватизационные выигрыши», чем инвестировать ради будущих доходов. Короткие сроки, прошедшие со времени приватизации, и явные социальные дисбалансы еще более повышают неустойчивость ситуации.

Наконец, в-пятых, имеет место феномен (институт) «квази-скрытого собственника», который явно присутствует в жизни компании, управляет ею, но на собраниях акционеров и в Совете Директоров действует на основании доверенностей от оффшоров. «Квази-скрытый собственник» - обычно физическое лицо (или группа таких лиц), которого все знают и которое фактически реально контролируют и управляют активами в России (часто здесь и находятся), но юридически экранировано оффшорными юридическими лицами, поэтому предъявить к нему претензии проблематично<sup>5</sup>. При этом его все знают, он пользуется своими правами, владеет и распоряжается активами - в том числе продает их, если хочет.

Данный феномен существенным образом влияет на корпоративный контроль, цели осуществления бизнеса, использование прибылей, миграцию капитала, глобальную аллокацию активов и характер заимствований предприятиями в России. Если говорить о глобализации, то в области контроля собственности и связи с зарубежными финансовыми институтами (и правовым полем) российские собственники, возможно, вовлечены в нее в больших масштабах, чем это можно фиксировать в других областях. В частности эта структура собственности существенным образом облегчает заимствование за рубежом в форме банковских или коммерческих кредитов – эти кредиты либо обеспечены собственными средствами российских компаний (через иные юридические лица), либо просто представляют собой очищенные от налогов российские доходы (не обязательно

---

<sup>5</sup> См. Л.М. Григорьев: Выступление на 11 ежегодном симпозиуме Московской высшей школы социальных и экономических наук, опубликовано в «Пути России: существующие ограничения и возможные варианты», М.,МВШСЭН, 2004.

сводимые к прибыли). Такие отношения, в сущности, требуют переопределения понятия самофинансирования российских компаний. Если учесть реинвестирование собственных зарубежных активов, то приток портфельного капитала в условиях подъема частично может рассматриваться как скрытое самофинансирование.

Понятно, что формирование товарных рынков с сильнейшим влиянием международной торговли – экспорт сырья и импорт инвестиционных и потребительских товаров и услуг – шло на ранних стадиях переходного периода легче и быстрее, чем формирование финансовых рынков. Мы не можем здесь восстанавливать всю историю приватизации, развития банков и других финансовых институтов в России. Важно, что общий фон формирования ФР со стороны компаний нефинансового бизнеса характеризовался в течение пятнадцати лет доминированием непрозрачных отношений собственности у заемщиков. В ходе приватизации спецификация прав собственности и их защита были снижены ради эффекта скорости. Частая и далеко не всегда юридически чистая смена собственников при слабых судах и недостаточной защите прав собственности в целом представляет собой серьезный фактор торможения развития ФР.

Тенденция к концентрации контроля основных собственников (принципалов) до 75% ярко проявилась в ходе подъема после краха. Перераспределение собственности в этот период было стимулировано тем, что впервые на фоне политической и макроэкономической стабилизации появилась возможность реализовать «приватизационные выигрыши». Поскольку приватизация оставила сложную систему взаимоотношений, основная проблема собственников оказалась не столько в качественном ведении бизнеса, сколько в сокращении посторонних влияний на характер контроля. Наличие блокирующего пакета (25% плюс одна акция) затрудняла перепродажу активов, что также проявилось в скупке (изъятии) акций у миноритариев. Хотя влияние таких операций на курс акций в российских условиях проследить нелегко, общая тенденция к росту биржевых индексов стимулировалась как общестрановыми факторами, так и консолидацией контроля. В этой связи значительный рост индексов отражал не столько признание высокой эффективности и доходности российских предприятий (их биржевая оценка все еще на порядок ниже мировых аналогов), сколько ограничение предложения. Это тем более верно, что второй эшелон предприятий только начинает выходить на биржу. Важно также отметить, что продажа крупных пакетов зачастую формально происходит между иностранными юридическими лицами. Средства, получаемые в таком случае, не всегда или редко проходят через российские домашние банки и ФР, что является еще одним примером опосредования внешними ФР российских финансовых операций.

В той же системе формирования рынков банковская система в значительной мере использовала лоббизм для доступа к государственным средствам. Кэптивность финансовых частных институтов исключала свободную конкуренцию. Если мы вернемся к «списку Стиглица», то хорошо видно, что основной проблемой прошедшего переходного периода в России является не какая-то одна функция ФР, а скорее их комплекс.

Проблема развития финансовых рынков в принципе связана с накоплением и развитием экономики, а также структуры экономики: это вопрос о типе доминирующих отраслей. Способность различного типа экономик расти при той или иной конфигурации финансовых рынков – явление, привязанное к типу и стадии развития страны. Страны с избытком финансовых ресурсов в связи с положительным торговым (текущим платежным) балансом вывозят капитал по определению, и их финансовая система формируется на базе ресурсов основных отраслей экономики. Соответственно, импортирующие капитал страны притягивают долговые ресурсы извне для финансирования своего развития.

Проблема аккумуляции свободных ресурсов у финансовых посредников неоднозначно влияет на развитие нефинансового сектора в зависимости от положения страны, структуры ее экономики и экспорта. Стартовые различия стран лежат на стороне платежного баланса. В этом смысле результаты многочисленных межстрановых исследований стоило бы контролировать по знаку сальдо текущего платежного баланса. Правда, большинство стран мира за исключением нефтеэкспортеров и весьма развитых стран имеют отрицательный платежный баланс и вынуждены искать способы привлечения прямого капитала, заимствовать средства на развитие на частном или на государственном уровне.

В этом отношении принципиально важна развилка по общему соотношению финансовых потребностей нефинансового и финансового секторов страны: страны с положительным сальдо текущего баланса располагают по определению инвестируемыми сбережениями, которые они экспортируют. При этом в целом для экономики – на первый взгляд - не так важно, проходят ли эти сбережения через национальную финансовую систему или нет. Основной факт здесь состоит в том, что по тем или иным причинам внутренняя экономика производит ресурсы и располагает финансовыми ресурсами, избыточными для текущего процесса внутреннего накопления. В случае с Россией длительность процесса вывоза капитала заметна в том аспекте, что вывоз капитала в значительной мере осуществляется в форме «бегства» или просто прямого вывоза самим нефинансовым сектором. То есть избыток капитала абсорбируется финансовыми институтами и рынками вне страны. ФР вне страны конкурируют за клиентов и финансовые ресурсы страны с

избыточными ресурсами, причем они предлагают выше качество защиты прав собственности, выше качество услуг и выше миграционные возможности. Эта конкуренция за обслуживание российских клиентов происходит как вне страны, так и на ее территории (в основном между банками).

Реинвестирование эмигрировавших капиталов оказывается менее рискованным видом вложений (в том числе долговых), нежели прямые вложения на той территории, где финансовые ресурсы были произведены. Соответственно в этом случае у правительства страны и бизнеса с избыточными капиталами намного меньше стимулов повышать уровень защиты прав собственности и качество домашних финансовых институтов, чем у капиталодефицитной страны. Последняя вынуждена повышать уровень институтов, которые могли бы абсорбировать на приемлемых условиях зарубежные сбережения.

Различие между капиталопринимающей и капиталоэкспортирующей страной оказывает огромное влияние на формирование системы взаимоотношений между нефинансовым сектором, промышленными группами и ФР. Фактически страна (в данном случае - Россия), экспортирующая капитал, оказывается перед принципиально важным тормозом развития ФР, связанным с неравномерностью развития своей экономики. Можно говорить о своего рода побочном явлении «голландской болезни».

Экспортный сырьевой сектор, естественно, легко приобретает доступ к мировым ФР, создает систему сбытовых компаний, финансовых компаний, которые с базой внутри и вне страны (легче в офшорах) в состоянии обслуживать свободные средства для реинвестирования их в рамках мировых процессов перелива капитала. Потребность в национальных финансовых рынках для этого сектора достаточна ограничена. В современных условиях, в которых большинство экспортеров сырья и сырьевых материалов представляют собой крупные компании, они могут легко вести процесс накопления на основе самофинансирования или долгового заимствования на основе экспортных контрактов. Тем самым создается сфера конкуренции зарубежных финансовых институтов с российскими, косвенно препятствующая развитию внутренних ФР. Действительно, в условиях низких рисков, инфляции и ставок процента в странах ОЭСР вложения в ценные бумаги формирующихся рынков дают международным институциональным инвесторам дополнительный умеренный риск (распределенный по странам и отраслям) при значительном росте доходов. При повышении рейтинга страны на первый взгляд отпадает даже и потребность в ускоренном развитии собственных ФР, поскольку указанные предприятия могут решать свои проблемы с помощью международных банков и

облигационных займов уже сейчас. При более детальном рассмотрении, однако, только ограниченный контингент российских компаний в состоянии выполнить требования международных финансовых институтов, а представления о российских рисках за рубежом достаточно высоки.

По оценкам, Россия экспортирует порядка 2-3 миллиардов долларов прямого капитала в год – первое место среди развивающихся рынков Востока Европы, но одно из последних в притоке прямых инвестиций (общий приток в регион – порядка 30 млрд. долл.)<sup>6</sup>. Таблица 2 указывает на рост вывоза легального прямого и портфельного капитала и рост доли легального экспорта в общем вывозе за годы подъема. В общем увеличение легального вывоза есть совершенно нормальное явление для страны с таким гигантским положительным торговым сальдо, подпитываемым высокими нефтяными ценами. В конце концов экспорт легального капитала – это: респектабельно – это раз; помогает нашему ЦБ сдерживать повышающее давление на рубль и держать остаточную защиту внутреннего рынка; наконец, это увеличивает влияние российских компаний и позволяет им занять более прочные позиции в глобальной конкуренции.

Таблица 2 показывает, что размер вывоза капитала колеблется в некоторых пределах все эти годы. По отношению к валовому товарному экспорту колебания между 17 и 33%. А вот по отношению к торговому сальдо относительный размер вывоза показывает уже удивительные вещи: в 1996-1998 гг. он был выше 100%.

**Таблица 2. Показатели ввоза и вывоза капитала из России в 1999-2004 годах (в миллиардах долларов, если иное не указано)**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1. Прямые инвестиции за границу	-2,2	-3,2	-2,5	-3,5	-9,7	-9,6
2. Портфельные инвестиции (активы)	0,3	-0,4	0,1	-0,8	-2,5	-4,1
3. Экспорт прямого и портфельного капитала из РФ (1 + 2)	-2,0	-3,6	-2,5	-4,3	-12,3	-13,7
4. Ввоз прямого капитала в РФ*)	3,3	2,7	2,7	3,5	6,7	11,7
4а) Справочно: прирост прямых инвестиций**	4,3	4,4	4,0	4,0	6,7	9,4

<sup>6</sup> См. «Доклад о мировых инвестициях», ЮНКТАД, ООН, 2004 г.



<b>5. Превышение ввоза над вывозом (3 + 4) ***</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-5,5</b>	<b>-2,0</b>
6.Своевременно не полученная экспортная выручка и не поступившие товары и услуги в счет переводов денежных средств по импортным контрактам	-5,1	-5,3	-6,4	-12,2	-15,4	-26,9
7.Торговые кредиты и авансы предоставленные	-3,3	-4,2	0,8	0,6	-3,9	-1,9
8. Чистые ошибки и пропуски	-8,6	-9,2	-9,5	-6,5	-7,4	-6,4
<b>9. "Бегство" капиталов (6 + 7 + 8)</b>	<b>-16,9</b>	<b>-18,7</b>	<b>-15,0</b>	<b>-18,2</b>	<b>-26,8</b>	<b>-35,2</b>
<b>10. Валовой вывоз капитала (3 + 9)</b>	<b>-18,8</b>	<b>-22,3</b>	<b>-17,5</b>	<b>-22,5</b>	<b>-39,1</b>	<b>-48,9</b>
<b>11. Чистый вывоз капитала (5 + 9) ***</b>	<b>-15,5</b>	<b>-19,6</b>	<b>-14,8</b>	<b>-19,0</b>	<b>-32,3</b>	<b>-46,9</b>
<b>12. Отношение легального вывоза к валовому, % (3./9.)</b>	<b>10,4</b>	<b>16,1</b>	<b>14,0</b>	<b>19,2</b>	<b>31,4</b>	<b>38,9</b>
<b>13. Экспорт</b>	<b>75,6</b>	<b>105,0</b>	<b>101,9</b>	<b>107,3</b>	<b>135,9</b>	<b>183,5</b>
<b>14. Сальдо торгового баланса</b>	<b>36,0</b>	<b>60,2</b>	<b>48,1</b>	<b>46,3</b>	<b>60,5</b>	<b>87,1</b>
<b>15. Отношение вывоза капитала к экспорту, %</b>	<b>25</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>29</b>	<b>25,6</b>
<b>16. Отношение вывоза капитала к торговому сальдо, %</b>	<b>52</b>	<b>37</b>	<b>36</b>	<b>49</b>	<b>65</b>	<b>53,8</b>

\*прямые иностранные инвестиции в Россию; портфельные инвестиции не учитываются,

\*\*прирост прямых инвестиций по методике расчета ГКС включает реинвестирование,

\*\*\*не учитываются портфельные инвестиции в российскую экономику.

Источник: Рассчитано по данным платежного баланса ЦБ.

Специфика структуры экономики РФ, в которой несколько секторов экономики производят основную массу экспорта, дополняется тем, что сырьевые экспортные компании одновременно являются и наиболее политически влиятельными, и реализуют стратегии глобального позиционирования. В этой ситуации вывоз капитала ведущими компаниями в легальной форме (например, покупка компаний в цепочке вертикальной интеграции) может рассматриваться как совершенно нормальное явление, обеспечивающее позиции национального бизнеса в глобальной конкуренции. Аналогичные действия с освоением крупных рынков США, ЕС, Юго-Восточной Азии, как в сфере энергетики, так и в сфере

торговли, информационных технологий, осуществляют компании многих развивающихся и развитых стран. В этом отношении проблема российской экономики состоит не в легальном экспорте капитала, а в утечке по другим «экзотическим» статьям платежного баланса (вроде «пропусков и ошибок»).

Вывод капитала по этим статьям эквивалентен вывозу прямого капитала, поскольку – как было отмечено выше – смена собственности при пересечении границы «убегающим» капиталом делает его юридически иностранным капиталом. Реинвестиции вывезенного ранее российского капитала в форме портфельного капитала (включая кредитные линии и коммерческий кредит) подчиняются общим правилам движения капитала и могут, как это уже было продемонстрировано, оттекать довольно быстро.

Огромная роль вывоза (и ввоза) капитала в Россию была особенно характерна годам текущего подъема – 2002 и особенно 2003 гг. Как и при всяком подъеме, возрастает потребность в быстром наращивании внешнего финансирования при внутренних ограничениях, связанных с господством самофинансирования. В этом проявляется специфика российской экономики: часть отраслей вывозит капитал, а другая ввозит; многие предприятия, видимо, «рециклируют» свои собственные средства через оффшорные операции для большей надежности и оптимизации налогов.

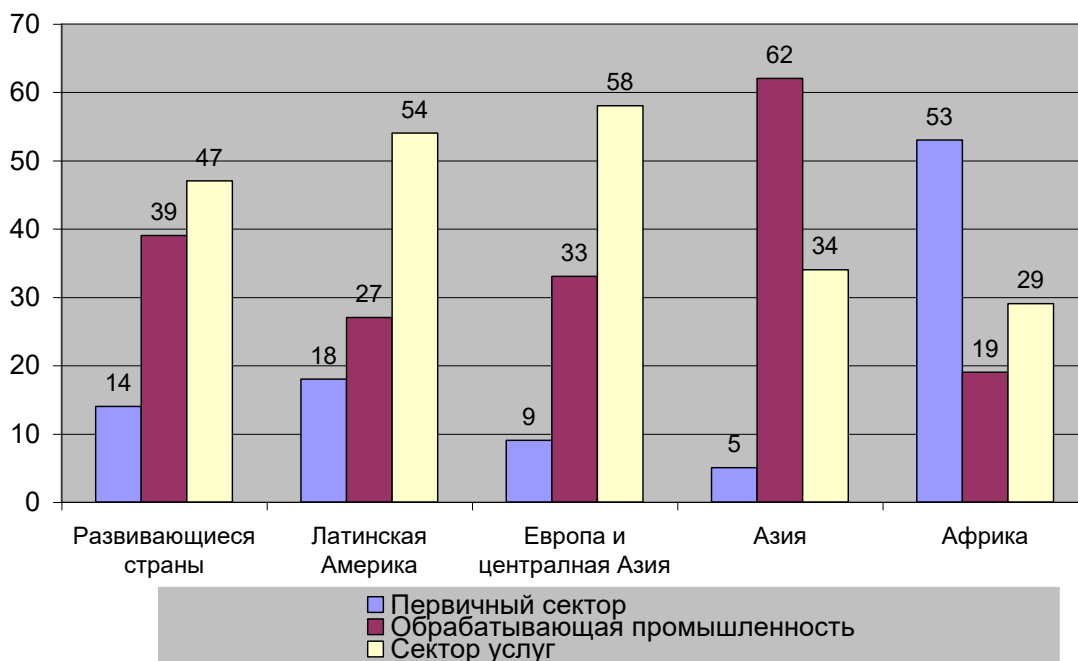
При норме накопления в ВВП в 20,2-20,6% ВВП РФ валовой вывоз капитала вырос в последние годы в связи с ростом положительного сальдо торгового баланса и другими факторами с 6,5% до 9% ВВП. Если в соответствии с произведенным выше анализом рассматривать это как вывоз прямого капитала, то соответственно «глобальная» норма накопления российской экономики составит – при понятной условности такого подхода – соответственно 26,7 и 29,6% ВВП соответственно. Фактически «глобальная норма накопления» представляет собой внутреннюю норму сбережений в ВВП за вычетом накопления резервов ЦБ РФ и выплат по внешнему долгу. Она указывает на потенциально максимальную норму накопления, возможную при данных сбережениях и обязательных выплатах.

Одновременно росло внешнее финансирование российской экономики через банковский сектор и ссуды и кредиты нефинансовому бизнесу. Нехватка средств на внутреннем рынке, малые размеры большинства банков, ограничивающие размер кредита одному заемщику, слабость правовой базы для развития банковских консорциумов обусловили резкий рост внешнего финансирования подъема. Экономика в условиях

быстрого роста испытывала значительную потребность в средствах, так что и предприятия нефинансового сектора и банковская система вместе получили в 2002 и 2003 годах, соответственно 12 и 26,4 миллиарда долларов или 3,5 и 6,1% ВВП (по платежному балансу ЦБ). Отметим, что внешнее финансирование по своим размерам сопоставимо с приростом российского внутреннего долгового кредитования. При сопоставлении с нормой накопления можно отметить резкое увеличение внешнего оборота средств: вывоз капитал плюс внешнее финансирование. В 2002 г. оно равнялось почти половине (10% ВВП на 20,2% накопления), а в 2003 г. достигло трех четвертей (15,1% против 20,6% ВВП). Такое развитие событий отражает более глубокое вовлечение российских банков и предприятий во взаимодействие с ФР вне страны. Одновременно оно демонстрирует качественную слабость российских ФР не только в отношении общеизвестной нехватки длинных денег и высокой стоимости кредита, но и неспособность банковской системы и ФР развиваться в ногу с подъемом. Огромный опережающий рост активов банков и страхового сектора не адекватен идее формирования ФР как фактора, обеспечивающего определенную независимость от мировых ФР для защиты от внешних колебаний и более полного использования собственных сбережений экономики.

С учетом вышесказанного можно вернуться к сравнительным (структурным) характеристикам российских ФР. Ключевым показателем развития на ранней стадии формирования институтов прав собственности, - это все-таки объем кредитов банковского сектора нефинансовому сектору. В России (см. соответствующий раздел ниже) он достиг 19%, хотя прирост, видимо, можно приписать большей активности крупных государственных банков. Но в странах ЕС (15) он составлял в 2002 г. 104% ВВП, а в восьмерке вступающих в ЕС стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) держится с 1996 по 2002 гг. на уровне 32-34% ВВП.

**Рисунок 3. *Распределение накопленных вложений прямых иностранных капиталовложений (%) у развивающихся стран и по регионам в 2002 г.***



Источник: Global Development Finance, World Bank, 2004, Figure 3.6, p.82.

Рисунок 3 показывает, что в восьми странах<sup>7</sup> ЦВЕ с населением примерно в 60 миллионов жителей размер активов финансовой системы приближается к полутриллиону, а банковский сектор составляет примерно две трети этой величины (54% активов в России в 2003 г.). При отсутствии нефтегазовых компаний в этих странах рыночная капитализация не представляет серьезной абсолютной величины, зато банковский сектор намного превосходит российский. Намного больше также и активы страховых, пенсионных и взаимных фондов.

В заключение отметим, что современные российские ФР отражают специфику российской экономики и переходного периода в силу важнейших факторов: специфика приватизации и корпоративного контроля; специфика доминирования экспортных секторов и экспорта капиталов; последствия краха 1998 г.

#### **4 Проблемы накопления и неравномерность спроса на финансовые ресурсы**

В годы текущего подъема обсуждалось довольно много новых инвестиционных проектов, но это по-прежнему главным образом или завершение долгостроев, или сырьевые проекты на экспорт, остальное – транспорт, связь, пищевая промышленность и торговля, а

<sup>7</sup> Венгрия, Польша, Словакия, Словения, Чехия, Латвия, Литва, Эстония.

также жилищное строительство<sup>8</sup>. «Голландская болезнь» душит обрабатывающую промышленность, особенно отрасли, работающие на внутренний рынок и конкурирующие за спрос со стороны своего (в основном состоятельного) населения – легкая, автомобильная и прочее.

Структура накопления в России отражает фундаментальный факт, что за пятнадцать лет переходного периода структура экономики страны сдвинулась по производству и накоплению в сторону сырьевых отраслей. Интересно, как распределяются прямые инвестиции по трем группам отраслей по континентам. Характерна высокая доля вложений в обрабатывающую промышленность в Азии – то, что, видимо, хотели бы видеть большинство специалистов в России. С другой стороны большинство вложений в первичный сектор в Европе и Средней Азии приходится на Россию и Казахстан, а остальные сектора – на страны, вступающие в ЕС.

Принципиально важны три структурных параметра инвестиционного подъема: отраслевое и региональное распределение инвестиций и характер проектов с точки зрения их длительности, рентабельности и риска. В идеальном варианте накопление идет с захватом ключевых отраслей, направлено на создание новой продукции и новых эффективных мощностей, а также охватывает ключевые регионы страны. Для России принципиально важно перейти к инновационному развитию, начать обновлять изношенные инфраструктурные сети и восстанавливать способность производить инвестиционные товары самим. Успех инвестиционного бума в этих аспектах был бы эквивалентен формированию институциональной базы для широкого накопления и снизил бы объективную потребность в любых подстраховках рынка с помощью государственных инвестиций и различных промежуточных инструментов промышленной политики.

**Таблица 3. Показатели инвестиционного процесса, 1997–2004 гг.**

Показатели	Средняя за 1997– 1999 гг.	Средняя за 2001– 2004 гг.	2001	2002	2003	2004
Темп прироста валового	-5,0	10,9	10,2	2,8	12,8	10,8

<sup>8</sup> См. Л.М.Григорьев «Экономическое развитие и проблемы накопления», «Обзор экономической политики в России за 2003 год», М, ТЭИС, 2004 г.

накопления основного капитала, %						
Норма накопления, % ВВП	17,3	18,2	18,9	17,9	18,2	17,9
Собственные средства, %	52,2	47,5	49,4	48,0	45,6	46,8
Прибыль	13,4		23,9	20,5	18,0	
Амортизация	н.д.		18,5	23,5	23,8	
Прочие собственные	н.д.		7,0	4,0	3,8	
Привлеченные средства	42,4	52,6	50,6	52,0	54,4	53,2
Кредиты банков	4,5	5,0	4,4	4,8	5,3	5,7
Заемные средства других организаций	5,0		4,9	6,0	9,2	
Бюджетные средства	17,8	19,0	20,4	19,6	18,7	17,4
Ставка процента по рублевым кредитам и организациям	40,8	14,2	18,0	15,2	12,2	11,4
Капитализация рынка акций, млрд. руб.	н.д.	3087	2434	3526	5235	
Капитализация рынка облигаций, млрд. руб.	н.д.	93	67	109	158	

\* - Оценка.

Источники: Госкомстат, НАУФОР.

Выделим три типа инвестиционных проектов, которые в России идут достаточно успешно. Во-первых, это те вполне рентабельные проекты, которые основаны на самофинансировании и краткосрочных банковских кредитах. Облигации с офертой на выкуп - это на самом деле 12-месячная коммерческая бумага с пролонгацией, «замаскированная» под облигации. Соответствующий раздел показывает, что снижение доли облигаций с офертой в последние годы было значительным, но лишь до уровня в 70% от выпусков. Во-вторых, идут экспортные сырьевые проекты с залогом поставок, - практически это проектное финансирование зарубежными инвесторами. И в-третьих, идет некоторое ограниченное количество проектов, связанное с потреблением состоятельных 25-30% населения (автомобили, торговля, строительство и т.п.). Можно выделить те четыре типа инвестиционных проектов, которые в России реализуются, хотя и не в тех масштабах, чтобы говорить об инвестиционном буме. Сюда можно добавить некоторые инфраструктурные проекты, которые финансировались Мировым банком (дороги и канализация) и государственными компаниями: Балтийская трубопроводная система, Бурейская ГЭС и почти ничего больше. В этом отношении пятнадцать лет переходного периода были

потеряны как для вложений в инновации, так и в инфраструктурные проекты (как новые, так и обновление).

Можно выделить и три типа проектов, которые так и не пошли в широком масштабе несмотря на шесть лет экономического подъема. Первое: инновации, где очень высокий риск каждой отдельной инвестиции и длинные пассивы, можно говорить о необходимости реформы инновационной системы, но пока не решена эта проблема, они не идут. Плюс там совершенно нерешенные проблемы прав собственности. Второй тип проектов – это долгосрочные низкодоходные проекты, типа обновления всевозможной инфраструктуры, которая у нас есть, это длинные сети, которые надо обновлять, которые реально не коммерческие проекты в том смысле, что они не дают ни быстрой отдачи, ни высокой отдачи. При приватизации (водоснабжения) есть угроза получить частную монополию, которая будет хуже государственной.

И третий тип проектов, который не идет - это собственно новые предприятия в обрабатывающей промышленности. Это тип проектов, который занимает 3-5 лет с оценкой будущей их коммерческой доходности. И если они сегодня придумываются, они будут введены не ранее 2007-2009 годов. Эти проекты нельзя сделать без пятилетней облигации. Нельзя сказать, что их совсем нет, но шансы на масштабные проекты на экспорт из России были упущены еще в начале 90-х гг., когда их «отпустили» в Китай, Турцию, Польшу, поскольку не было попытки модернизации сверху в условиях крайне несовершенного инвестиционного климата. В настоящий момент появился проект Тойоты в районе Санкт-Петербурга с поддержкой сверху. Буквально так поступают все страны с переходной экономикой – мы это начинаем делать с пятнадцатилетним опозданием, причем в большой степени как иностранные проекты. В значительных масштабах такие проекты можно реализовывать тогда, когда на рынке появляется нормальный пятилетний бонд. Тем самым мы возвращаемся к проблеме адекватности экономической политики и финансовых рынков.

Теперь дадим более подробную характеристику тех трех типов проектов, которые «не идут». Прежде всего, это проекты в области инфраструктуры. На отрасли инфраструктурного характера в 2003 г. пришлось уже почти 30% всех капиталовложений. Тот факт, что электросвязь в России обгоняет все остальные отрасли по динамике накопления, вряд ли требует комментариев. Энергичный рост вложений в электроэнергетику (ввод Бурейской ГЭС) вряд ли может считаться чисто рыночным эффектом. Изношенные коммуникации, нехватка дорог, недостаточная надежность энергопоставок и т.п. оставляют возможности для наращивания инвестиций.

Однако, в отличие от связи, многие отрасли инфраструктуры характеризуются длительным сроком окупаемости и не слишком коммерчески привлекательны. Остается проблемой, кто (кроме государства) будет в ближайшие годы обновлять изношенные сети дорог, мостов, городских теплосетей, поскольку это низкорентабельные проекты с длительными сроками окупаемости. Огромная потребность в обновлении изношенных «советских» физических активов – это в конечном итоге проблема государственной политики, переложённая во многом на местные органы власти, что мы констатировали четыре года назад: «Отсутствие крупных национальных инвестиций в инфраструктурные проекты, ограниченность возможностей привлечения иностранного капитала ставят перед политиками неприятную дилемму: продолжать ждать самостоятельного решения проблем рыночными методами (время и риск не решить проблемы) или пытаться с помощью государственных средств или поддержки решать проблему (вопрос эффективности и коррупции)»<sup>9</sup>. Можно утверждать, что за последние пятнадцать лет не было начато и проведено практически никаких инфраструктурных проектов национального значения. Исключение составляет строительство шоссе на дорогах за счет одного из займов Мирового Банка, а также завершение долгостроев советского времени за счет средств естественных монополий. Одним из неожиданных результатов подъема стал контраст между значительным развитием жилищного строительства и снижением вложений в коммунальное хозяйство, доля которого сократилась с 24,7% в 1998 г. до 14,3% в 2003 г. Можно предположить, что ограниченный доступ к земле, монополизация доступа к строительству, отсутствие проработанных правовых и финансовых механизмов расширения строительства массового жилья привели не только к буму строительства, но и к буму цен на недвижимость.

Теперь о втором типе проектов. Основная часть машиностроения, легкой, пищевой и промышленности строительных материалов образуют ту группу, которая в наибольшей степени подвержена как общему сжатию в ходе переходного кризиса и открытия экономики, так и повседневной конкуренции. В 1990 г. на эти четыре отрасли приходилось 72,6% занятых промышленности и 63,5% выпуска промышленности. При падении валового накопления за 1990-е годы в четыре раза относительная доля капиталовложений этой группы сократилась в промышленности более чем вдвое с 40,4% до 18% в 2003 г.

Увеличение вложений в машиностроение и металлообработку, отмечаемое наблюдателями, остается в весьма незначительных пределах – много меньше вложений в связь и пищевую промышленность: 3,3% в 2003 г. выглядят естественно. Рост вложений в

---

<sup>9</sup> Обзор экономической политики в России за 1999 год / Бюро экономического анализа. М.: ТЕИС, 2000, с. 110.



эти отрасли идет от исключительно низкого уровня после краха в течение первого десятилетия переходного периода. На эту опасность указывалось еще в середине 90-х годов: «...стране небезразлично, в каких именно отраслях начнется поворот к росту и как именно пойдет процесс восстановления капиталовложений. Легко представить себе такой подъем, в котором иностранные поставщики будут готовы ввезти высокоэффективное оборудование. Без серьезной промышленной политики в сочетании с укреплением финансовой системы и ростом внутренних сбережений мы можем столкнуться с тем, что внутренний инвестиционный спрос придет после того, как наше машиностроение потеряет способность его оперативно удовлетворять. Это станет просто результатом того, что спад в этой ключевой отрасли может оказаться дольше и глубже, чем в целом по экономике. ... Восстановление накопления, причем со спросом на национальную продукцию - это далеко не обязательно быстрый и легкий процесс, который пойдет сам собой вслед за окончанием кризиса»<sup>10</sup>.

Серьезного бума вложений в машиностроение нет. Импорт машин и оборудования растет, и в 2003 г. он превысил уровень 1997 г. или вдвое – уровень 1999 г. Динамика производства машин и валового накопления (табл. 1.3) идут параллельно. Этот тип проектов с оценкой будущей их коммерческой доходности берет год-два на разработку, а строительство, заказ и поставка оборудования – еще года два-три. И если они сегодня в разработке, они будут введены не ранее 2007 года. Эти проекты нельзя сделать без развития рынка трех-пятилетних корпоративных облигаций в значительных масштабах.

В целом именно здесь лежат серьезнейшие проблемы развития экономики России, именно тут находятся неиспользованные возможности огромных национальных сбережений, которые не могут найти эффективного применения. Осуществляется очень мало проектов в обрабатывающей промышленности, которые выходили бы по длительности проектирования, строительства и окупаемости за пределы двух–трех лет. Можно пересчитать по пальцам сколько-нибудь значительные проекты в обрабатывающей промышленности, выходящие за несколько десятков миллионов долларов, реализованные в течение последних пятнадцати лет, включая текущий подъем. В основном мы видим реализованные проекты экспортной ориентации в отраслях сырьевых товаров и полуфабрикатов, которые укладываются в модель самофинансирования или привлечения коммерческих кредитов. Кроме того, в обрабатывающей промышленности можно найти облагораживание полуфабрикатов с целью увеличить цену товаров без перехода к серьезным изменениям самого уровня обработки. За

---

<sup>10</sup> Л.М.Григорьев «Старая боль нового правительства», «Московские Новости», №29, 21-28 июля 1996 г.

время подъема Россия не предложила на мировом рынке новых товаров с высокой добавленной стоимостью. Так что успех сырьевого подъема остается под угрозой в долгосрочном плане. Несколько отраслей демонстрировали очень высокие темпы прироста в процентном выражении, однако такие «взлеты» были в значительной мере разрозненны и связаны со специфически отраслевыми факторами. Отрасли, подверженные интенсивной иностранной конкуренции и зависящие от реального курса рубля, испытывали существенные затруднения. В целом, несмотря на высокие (часто двузначные) темпы прироста капиталовложений, трудно говорить о полноценном инвестиционном буме.

И третий тип проектов, которые «не идут», - это инновации, где очень высокий риск каждой отдельной инвестиции и длинные пассивы. Конечно, это проблема огромной сложности: рисковое финансирование инноваций при том, что основной спрос на продукцию сектора идет из-за рубежа. Отсюда выход российских компаний на IPO за рубежом, попытки создания заделов в неявном виде. Налоговая система также не стимулирует развитие наукоемких услуг и производств<sup>11</sup>. Специальные зоны – первая робкая попытка создания инновационной политики - необходимость реформы инновационной системы сохраняется.

**Таблица 4. Темпы прироста физического объема инвестиций по отраслям, % (без досчетов за 2002-2003**

*гг.)*

	Все предприятия			Крупные и средние предприятия			Вклад * отраслей в рост 2000-2003 гг., %
	1999	2000	2001	2001	2002	2003	
<b>Группа 1: инфраструктурные отрасли</b>	<b>19,7</b>	<b>22,5</b>	<b>7,8</b>	<b>5,8</b>	<b>-5,4</b>	<b>15,4</b>	<b>29,7</b>
электроэнергетика	-20,9	-4,9	11,1	6,6	12,2	19,6	3,9
транспорт	35,1	30,5	4,6	2,9	-17,9	3,4	27,3
связь	-12,9	-3,0	26,1	27,3	33,4	51,3	1,9
<b>Группа 2: конкурирующие с импортом</b>	<b>20,5</b>	<b>-18,3</b>	<b>7,3</b>	<b>8,4</b>	<b>13,0</b>	<b>15,1</b>	<b>5,8</b>
машиностроение и металлообработка	14,0	-5,7	13,0	6,8	7,4	18,8	2,8
легкая	15,2	-30,1	9,9	38,8	-4,8	20,7	0,1
пищевая	24,8	-27,9	2,0	8,2	18,5	11,5	2,9
<b>Группа 3: ЖКХ, строительство,</b>	<b>-3,1</b>	<b>10,6</b>	<b>3,7</b>	<b>-5,3</b>	<b>12,7</b>	<b>8,9</b>	<b>19,6</b>

<sup>11</sup> См. Л.М.Григорьев «Государственная политика развития отраслей информационных технологий.» В «Инновационная экономика» под ред. А.А.Дынкина и Н.И.Ивановой, М., ИМЭМО РАН, 2-е издание, «Наука», 2004 (гл. 8), стр. 204-227.

<b>торговля</b>							
жилищное хозяйство	3,2	2,8	3,0	-9,0	28,3	7,8	9,7
коммунальное хозяйство	-15,5	11,2	-2,9	-5,0	-1,6	3,4	7,5
промышленность строительных материалов	19,0	23,5	16,5	18,0	16,2	-1,2	0,6
строительство	-4,2	13,3	11,2	32,7	-18,0	7,1	3,0
торговля и общественное питание	-9,5	34,9	6,4	20,2	20,9	28,5	1,5
<b>Группа 4: нефть и газ</b>	<b>28,3</b>	<b>49,3</b>	<b>19,2</b>	<b>13,2</b>	<b>-11,3</b>	<b>20,7</b>	<b>17,9</b>
нефтедобывающая	25,8	51,1	23,6	15,9	-15,1	19,2	13,6
газовая	34,7	44,4	5,0	5,0	-1,0	24,8	4,4
<b>Группа 5: конкурирующий экспорт</b>	<b>22,4</b>	<b>21,5</b>	<b>21,0</b>	<b>13,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>10,3</b>	<b>6,8</b>
черная металлургия	8,9	15,7	18,4	10,1	-10,4	15,6	2,2
цветная металлургия	52,6	29,9	25,9	14,3	-2,2	5,5	3,1
химическая и нефтехимическая	-7,1	14,3	15,7	15,3	5,2	12,6	1,6

Примечания:

\* Вклад отраслей в прирост инвестиций за три года (2001-2003 к 2000 г.), взвешенные по среднearифметической структуре инвестиций в постоянных ценах за 2001-2003 гг.

Инвестиционный рост последних лет имел три «локомотива» с точки зрения вклада в инвестиционный спрос (табл. 4): транспорт и связь, на которые пришлось 24% общего объема инвестиций в 2001 г., топливная промышленность (19% инвестиций в 2001 г.) и ЖКХ (около 17% инвестиций в 2001 г.). Таким образом, эти три сектора обеспечивают 60% общего инвестиционного спроса. Понятно, что в такой стране, как России, все три сектора представляют естественные сферы вложений. Однако проблема опять появляется, если мы ищем силы для модернизации экономики. Безусловно выделяются связь и торговля (последняя, видимо, недооценена), в которых обновление и расширение идет на историческом фоне низких советских инвестиций. Во многих отраслях заметен бум вложений в 1999-2001 гг. под «прикрытием» низкого рубля: пищевая промышленность, цветная металлургия. Понятно, что нефтедобыча вышла на новые объемы экспорта и наращивала инвестиции в условиях высоких мировых цен. На этом фоне весьма низкими – несмотря на высокую динамику отдельных лет – остаются объемы (и вклад в прирост инвестиционного спроса) инвестиций в машиностроении и металлообработке, легкой промышленности.

Пример нефтяной и газовой промышленности с их огромной долей (22%) всех вложений страны ясно указывает на сегментированность (на отраслевом уровне) российской экономики и в особенности ее инвестиционных процессов. Вне сбыта большей половины

добываемой нефти за рубеж для российских компаний (как и для большинства нефтеэкспортирующих стран) нет реально бизнеса и перспективы. Соответственно, инвестиционный цикл в глобальной нефтяной промышленности определяется глобальным спросом, технологическими возможностями добычи в различных районах, политическими рисками, особенностями финансирования добычи, конкуренции со сжиженным газом. Конкуренция нефтяных компаний в мире несет на себе значительное бремя национальных энергетических стратегий, стремления к обеспечению устойчивости и диверсификации источников поставок странами потребителями. Российские компании активно включились в глобальные процессы освоения пространства и конкуренции. Огромная роль мирового рынка, конкурирующих стратегий развития делает инвестиционный процесс нефтедобывающей промышленности зависимым от политических факторов, включая желание стран ОЭСР сократить свою зависимость от ближневосточной нефти (разновидность промышленной политики). Так что будущее этой отрасли во многом зависит от внешних факторов и от энергетической стратегии страны.

Политика развития финансовых рынков и институтов существенно влияет на характер развития экономики и тип реализуемых проектов. Например, без развития среднесрочного финансирования (как минимум 5-летние корпоративные облигации) новые проекты в машиностроении, химии, металлургии трудно реализовывать. Соответственно, «голландская болезнь» укореняется через структуру финансирования и отбор проектов по типу, срочности и отраслям. Другим примером является развитие инновационной политики, которое за пределами прямого государственного финансирования предполагает несколько условий, которые в настоящее время не соблюдаются:

- четко прописанные права собственности на изобретения (индивиды или организации и т.п.);
- правовая и информационная инфраструктура, поддерживающая рынок;
- финансирование новых исследований и коммерческой доработки старых – фактически «длинные пассивы» при коротких, раздробленных и рискованных активах, то есть венчурное финансирование;
- минимизация административных издержек для инновационных фирм, включая доступ к помещениям и аренду оборудования;
- снижение налогов на труд, поскольку это удерживает всю сферу использования человеческого капитала в тени.

Потребуется значительные преобразования на финансовых рынках, улучшение защиты прав собственности, все-таки участие государства в реализации стратегии развития страны, селекции и поддержки приоритетных проектов, возможно, приоритетов регионального развития, чтобы внутренний инвестиционный бум втянул в себя финансирование вложений как из национальных, так и внешних источников.

Отраслевая структура российской экономики, характер распределения рисков и рентабельности по проектам определяет структуру спроса на финансовые ресурсы. Отсутствие сплошной гаммы предложения по финансовым инструментам по срокам, рискам и ценам определяет направление поиска путей ускоренного развития ФР – банковского сектора, страхового, решение проблемы корпоративного контроля, или же поиск иных средств, чтобы решать проблемы экономического развития и реализации функций ФР в сфере перераспределения сбережений, их пакетирования, отбора, сопровождения проектов и диверсификации рисков.

## **5. Выводы:**

Мы можем подвести общие итоги. Нынешнюю стадию развития ФР (с учетом нового законодательства в ряде сегментов ФР) можно рассматривать как стартовую перед развитием их до уровня потребностей развития российской экономики, модернизации.

Модель самофинансирования капиталовложений компаний России сохраняет свое значение и после пятилетнего подъема 1999-2005 гг. Она не может обеспечить эффективное решение проблем масштабной модернизации экономики России, поскольку ограничивает финансовых ресурсов из сырьевых в наукоемкие сектора экономики.

Развитие финансовых рынков в период текущего подъема шло опережающими темпами и после тяжелого краха 1998 г. в целом вышло (а в некоторых областях превзошло) на уровень 1997 года по относительным показателям и рейтингам, что создает иллюзию благополучия в этой области экономической политики.

Сохраняется несколько типов сегментов экономики, типов проектов, видов долгосрочного финансирования, которые не обеспечиваются нынешними финансовыми рынками – разрыв между структурой и объемами спроса на финансовые ресурсы «реального» сектора экономики и предложением финансовых рынков сохраняется или даже растет с учетом общего экономического подъема.

Специфика развития ФР в стране с огромным неравенством секторов и регионов, «голландской болезнью» и многолетним положительным сальдо торгового баланса и бюджета затрудняет применение стандартных подходов – рост активов ФР не решает проблем структурных дисбалансов.

При оценке успеха развития ФР в стране нужно опираться не на рост абсолютных показателей активов, а на изменение структурных показателей, в особенности на приближение структуры предложения кредитных ресурсов к спросу в экономике. В настоящий момент наблюдается значительный уход бизнеса за рубеж: кредитные линии зарубежных банков при огромных чистых активах (остатках) российских банков в зоне BIS, росте IPO российских компаний и увеличением выпуска облигаций за рубежом.

Среди причин такого развития событий важен характер российского корпоративного контроля, генетически связанный с технологией приватизации. Законодательные особенности также ограничивают роль биржи, акционерного капитала в целом как института оценки стоимости компаний и привлечения капитала. В частности действует тенденция противоположная консолидации контроля (свыше 75%) с целью, в частности, внебиржевой продажи и получения «приватизационных выигрышей».

Конкуренция со стороны финансовых схем от частных пирамид до ГКО, массовый уход от налогов в течение первого десятилетия переходного периода создали устойчивый внутренний отток капитала в краткосрочные рискованные высокодоходные инструменты.

Большой объем постоянного вывоза капитала из страны и флуктуирующий поток ввоза портфельного капитала означают большую степень интеграции экономики страны в мировые финансовые рынки, чем это выглядит на поверхности (по доле иностранных банков и проч.). Российские финансовые рынки должны рассматриваться как часть мировых ФР со всеми вытекающими отсюда последствиями (конкуренция на российских рынках с зарубежными игроками, участие российских финансовых институтов на иностранных и международных рынках, и т.п.).

Ключевая проблема нехватки долгосрочных капиталов не создает условий для конкуренции банковского сектора с фондовым рынком или рынком облигаций в рамках единых временных сегментов; сохраняется значительная сегментация; комбинированное финансирование только стартует.

Малая изученность спроса реального сектора вынуждает опираться на анализ инвестиционного процесса на отраслевом и проектном уровне. Прогноз развития ФР в будущем должен опираться на анализ корпоративного контроля (концентрации собственности), целей и стратегий российского бизнеса, структуры рисков.