Л.М.Григорьев

ЭКОНОМИКА ПЕРЕХОДНЫХ ПРОЦЕССОВ

Том 2

Москва 2010

Жене Анне и дочери Наташе

ББК 65.9(2Рос)
Г83

Григорьев Л.М.

Г83 Экономика переходных процессов. В 2 т. Т. 2. — М.: Издательский дом Международного университета в Москве, 2010. — 576 с.

Данная книга представляет собой компендиум опубликованных работ автора за 1988–2009 годы по проблемам трансформации российской экономики от плана к рынку, с упором на вопросы приватизации, развития финансовой системы и накопления в России. Первые работы относятся к рубежу 1990-х годов — времени кризиса плановой системы хозяйства и начала реформ. Последние пришлись на период мирового системного кризиса современного рыночного хозяйства либерального толка.

Данная книга подготовлена не только как обычная научная монография для коллег по цеху, но и как «книга для чтения по истории и теории трансформации» для широких масс экономистов и всех работающих над теоретическими и практическими проблемами переходного периода и экономической политики в России. Она может быть полезна в университетах для преподавателей и студентов, для кого трансформация российской экономики и общества прошедших двух десятилетий представляет интерес.

ISBN 5-9248-0060-1
ISBN 5-9248-0062-8
© Григорьев Л.М., 2010
© Международный университет в Москве, 2010

Оглавление

Раздел 3. Проблемы формирования финансовой системы

Введение 9

3.1. Ценные бумаги: разрешить...нельзя...запретить (1989) 12

3.2. Корпорации и акции (1989) 14

3.3. Стоимость капитала: проблема финансирования роста (1998) 18

3.4. Развитие финансовых рынков в России и управление активами НПФ (1998) 35

3.5. Снова на перепутье (1999) 52

3.5.1. Динамика кризиса 52

3.5.2. Российский кризис — глобальный контекст 57

3.5.3. Долги надолго 66

3.6. Финансовая система и экономическое развитие (2003) 85

3.7. Безналичная платежная система 122

3.7.1. Мировой опыт развития безналичных платежных систем: ориентиры для России (2005) 122

3.7.2. Безналичная платежная система России: состояние и развитие (2005) 146

3.8. Современное состояние развития финансовых рынков в России (2006) 164

3.9. Мировой финансовый шок — 2008: старт глобального кризиса (2009) 208

3.10. Старт рецессии в России: 2008–2009 гг. (2009) 233

3.11. Интересы и проблемы во время мирового кризиса: ответственность элит, понимание среднего класса, терпение бедняков (2009) 254

Раздел 4. Проблемы трансформации процесса накопления

Введение 309

4.1. Глазами инвестора (1992) 316

4.2. Иностранные инвестиции в России:
проблемы и возможные решения (1993). 323
4.3. Старая боль нового правительства (1996). 344
4.4. Капитал всегда в дороге (1996) 351
4.5. Структурная политика (2000). 357
4.6. Бегство капитала (2000) 366
4.7. Трансформация без иностранного капитала:
10 лет спустя (2001) 396
4.8. Накопление и проблемы модернизации (2003) 424
4.9. Инвестиционный процесс в годы подъема (2004) 442
4.10. Причина дискуссии
о промышленной политике (2004) 454
4.11. Россия экспортирует капитал и привлекает инвестиции:
прямые ввоза и кривые вывоза (2004) 468
4.12. Проблемы накопления после 15 лет трансформации
и 5 лет подъема (2005) 479
4.13. Самарская область: инвестиционная активность (2006) . . 505
4.14. Инвестиционной процесс:
старая проблема на будущее (2009) 544

Список сокращений 572

Содержание т. 1 574

Раздел 3

Проблемы формирования финансовой системы

Booms and panics are transmitted from one country
to another in several different ways, including arbitrage
in commodities and securities and movements of money
in various forms (specie, bank deposits, bills of exchange),
cooperation among monetary authorities,
and pure psychology.

Charles Kindleberger & Robert Aliber
"Manias, Panics and Crashes",
5-th edition, 2005. P. 126.

Введение

Слова Чарльза Киндлебергера о передаче кризисных явлений из страны в страну в большей степени относятся текущему финансовому кризису, нежели к формированию и поведению финансового сектора в период трансформации. Последний шел в контрасте между предположительной рациональностью системы реформ и стихийным поведением банкиров и инвесторов, паник и спекуляций прошедших двух декад. Огромные возможности обогащения, угрозы потери капитала, например, во время краха 1998 г. ставят финансовый сектор в переходном периоде в особое положение — он сам в высшей степени подвержен влиянию паник, действий регуляторов. Намного меньше обращают внимание на то, насколько он сам зависит от рациональности поведения собственников компаний — заемщиков. Он оказывает огромное воздействие на все процессы в сфере нефинансового бизнеса, определяет возможности долгосрочного финансирования капиталовложений. В строгом смысле финансовые институты, банки и биржи, рынки облигаций в ключевых элементах поведения не могут быть «самостоятельно развитыми» — наоборот, должны соответствовать характеру сбережений семей, фирм и государства, равно как и характеру инвесторов — особенно реальному бизнесу, использующему для накопления сбережения других секторов. Лучшее описание «элементарных» функций финансовых рынков для целей проведения реформ было дано Нобелевским лауреатом Дж.Стиглицом «в специальной работе по переходным экономикам в самом начале 90-х годов (в пересказе):

1. Передача ресурсов (капитала) от сберегающих агентов к заемщикам и инвесторам.

2. Агломерация капитала, поскольку проекты требуют больше капитала, чем может быть у одного или группы сберегающих агентов.

3. Отбор проектов.

4. Мониторинг использования средств по проекту.
5. Обеспечение выполнения контрактов (возврата).
6. Передача, разделение, агрегирование рисков.
7. Диверсификация рисков». (3.5 — 2003 г.)

Сейчас — через полтора десятилетия — очевидно, что многие стартовые цели функционирования финансовых рынков так и не достигнуты, особенно качественные. По масштабам, качеству услуг и надежности финансовый сектор в России так и не вышел на уровень, позволяющий превращать национальные сбережения в инвестиции без опосредствования в западных финансовых учреждениях.

Автор в конце 1980-х годов старался максимально продвинуть идею развития финансовых рынков еще до начала реформ (3.1–3.2 — 1989 г.). В дальнейшем все реформы в финансовом секторе шли с отставанием от потребностей процесса накопления. Сколько-нибудь серьезное отношение к укреплению мониторинга и регулирования стало предприниматься только с осени 1994 г. — после первого финансового шока с акциями. В середине 1990-х сектор во многом увяз в пирамидальной истории ГКО, последствия краха которой так до конца не были преодолены — несмотря на рост сектора, время было потеряно и качественные показатели во многом не достигнуты. Автор вернулся к теме развития финансовых институтов практически одновременно с нарастанием кризиса 1998 г., когда в Бюро экономического анализа была налажена подготовка ежегодных обзоров состояния экономики и экономической политики (3.3–3.5).

С 2003 г. по 2009 г. задолго до текущего финансового кризиса в ряде работ настойчиво проводилась идея об «иллюзии адекватности» нашей финансовой системы и предлагались некоторые практические меры для решения тех или иных проблем сектора (3.6 и 3.8). В первую очередь имелись в виду капитализация и укрупнение банков, развитие рынка корпоративных облигаций и долгосрочных облигаций для инфраструктурных проектов, отмена блокирующих пакетов для расширения владения и свободного обращения акций. Решение целого ряда проблем сектора, укрепление корпоративного контроля заемщиков должны были бы расширить возможности использования внутренних сбережений. Это снизило бы зависимость реального сектора от заимствования краткосрочного капитала за рубежом. Что так тяжело сказалось

на устойчивости российского бизнеса и курсе рубля в течение данного кризиса.

Данный раздел завершают сразу три (обновленные на май-июнь 2009 года — 3.9–3.11) главы из работы: «Стратегии социально-экономического развития России: воздействие кризиса» (ИНСОР. М., 2009). Тем самым читатель имеет возможность увидеть процесс развития мирового кризиса как в финансовой сфере, так и в промышленности в период 2007–2009 гг. Российский финансовый сектор оказался в центре развития событий, которые начались ипотечным кризисом в США и перешли в тяжелейший экономический кризис за последние 65 лет. В завершающей главе 3.11 анализ собственно кризиса сопряжен также с анализом интересов стран на мировой арене по вопросам реформы финансовой архитектуры и в мировой энергетике. Этот подход в известной степени корреспондирует с анализом групп интересов в России (1.10). Автор полагает, что финансовому сектору в России уделялось недостаточно внимания, поскольку большие темпы роста номинальных показателей скрывали внутренние структурные слабости сектора. Экономический рост в послекризисный период во многом будет зависеть от того, насколько удастся создать жизнеспособный банковский сектор, адекватный потребностям российской экономики — точнее сферы накопления.

3.1 Ценные бумаги: разрешить…нельзя…запретить[1] (1989)

Проблема выпуска ценных бумаг в целях финансирования экономического развития стала в последние два года горячей темой в социалистических странах. Вряд ли есть необходимость доказывать, что создание развитого социалистического рынка невозможно без гибкой финансовой системы. Интересно в этом контексте взглянуть на недавнее (от 15 октября 1988 г.) Постановление Совета Министров СССР «О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг» (Экономическая газета. 1988. № 45) с точки зрения мировой практики. Что дает оно для ускорения процесса модернизации народного хозяйства?

Прежде всего, Постановление разрешает два типа акций и тем ставит нас перед проблемой: запрещает ли оно все другие их разновидности? Но разберем сначала явно разрешенные инструменты. «Акции трудового коллектива» — это «рабочие акции», довольно широко апробированные на Западе в качестве средства, связывающего материальные интересы работников с итогами работы данного предприятия в целом. Но есть и существенные отличия. Дивиденды у нас предполагается выплачивать из фонда материального поощрения. Тем самым они оказываются частью невыплаченного другим работникам (неакционерам) вознаграждения. Кроме того, поскольку это единственная форма акций, которую вправе купить отдельные лица, дискриминируется большая часть населения — она не сможет получить обещанные по «акциям» дивиденды (5–6% годовых) и вынуждена будет довольствоваться 2–3% в Сберегательном банке.

«Акции предприятия», согласно Постановлению, продаются только другим организациям и не дают права контроля над деятельностью эмитента. Они представляют собой чисто отечественное изобретение, причем термин «акция» используется вне связи с его содержанием. Более всего этот инструмент напоминает сберегательный депозит (с правом отзыва) или же

[1] *Григорьев Л.М.* Ценные бумаги: разрешить...нельзя...запретить // МЭиМО. 1989. № 2.

разновидность торгово-коммерческого кредита между предприятиями-смежниками. Тем самым инвестиции уводятся от столь важного банковского контроля. Разумеется, организациям со свободными средствами выгоднее помещать их в «акции» ради более высокого процента. Такие вложения несколько повышают мобильность капиталов, но, в общем и целом — это отнюдь не шаг в сторону создания рынка ценных бумаг.

Удивляет в первую очередь игнорирование известного и более легкого и эффективного пути: выпуска облигаций. Не трудно было бы создать контролирующий орган (аналог Комиссии по ценным бумагам США), который сохранил бы в руках государства основные рычаги рынка капиталов при отходе от централизованного финансирования всего и вся. Облигации предприятий и исполкомов (муниципалитетов) не влияют на отношения собственности, носят долгосрочный характер; могут быть созданы формы демократического контроля (особенно регионального) за их использованием (операции с ценными бумагами во всем мире официально регистрируются).

Нарастание бюджетного дефицита в стране требует развития также рынка государственных облигаций, увеличения вариантности сроков и условий выпусков, перехода от выигрышей к процентным платежам. Кстати, было бы только справедливо выровнять права держателей «3-процентного выигрышного» займа и займов «Развития народного хозяйства» 1953–1956 гг. Это можно сделать путем обмена облигаций, оставшихся непогашенными на руках у пожилых людей, на новые выпуски — это, кстати, потребовало бы от Минфина меньших средств наличными, чем при их выкупе. Такой обмен не только бы снял совершенно непонятное и несправедливое различие прав двух групп держателей долга, но и поднял бы доверие к центральным финансовым органам. Это доверие им очень понадобится в ходе дальнейшего углубления экономической реформы для борьбы с бюджетным дефицитом, инфляцией и другими проблемами.

3.2. Корпорации и акции[1] (1989)

С перестройкой в нашу жизнь пришли новые слова и понятия: менеджмент, маркетинг, акции. Первыми держателями ценных бумаг уже стали работники ряда промышленных и сельскохозяйственных предприятий. Читатели обращаются в «Советскую Россию» с вопросами о том, каковы права акционеров на Западе, как работает там акционерная система в целом. Публикуемая ниже статья дает ответы на эти вопросы.

Акционерная система собственности вышла из паевой — термин «акция» в английском языке означает «доля». Но ни частная собственность, ни паевая не могли (даже с помощью кредита) обеспечить концентрацию достаточных по объему капиталов для развития крупной промышленности. Поэтому был изобретен обходной вариант: собственник получает на руки акцию, но его права и ответственность («общество с ограниченной ответственностью» или «лимитед») заметно меньше, чем у полного единоличного собственника или партнерства («товарищества»). Формально обладатель даже одной акции (обычно это 15–20 долларов) имеет такие же права, как владелец пакета на несколько миллионов долларов.

Чем же они меньше, чем у привычного нам по старому кино фабриканта? Прежде всего тем, что держатель акций не участвует непосредственно в управлении, а лишь получает доход в форме дивидендов. В любой момент держатель может продать акцию кому угодно, но не может вернуть ее компании. Таким образом, корпорация или акционерное общество получает бессрочный (!) кредит. В США сейчас более трех миллионов акционерных обществ — они образуют костяк всей современной экономики, но акции лишь около двух тысяч самых надежных и крупных котируются на Нью-Йоркской бирже. Всеми остальными акциями торгуют как подержанными вещами, но с непременной регистрацией сделок (тут ничего не спрячешь от налогового ведомства). Так что биржа — это просто хорошо организованный базар для

[1] *Григорьев Л.М.* Корпорации и акции // Советская Россия. 09.07.1989.

самых богатых покупателей и продавцов, хотя несколько акций может купить любой человек с 50–100 долл. в кармане.

Купив однажды акцию, человек автоматически приобретает право получать отчеты корпорации, которые, кстати, заверяются независимыми бухгалтерскими фирмами. Некоторые из них имеют высочайшую репутацию уже лет по двести. Кроме того, за финансовой деятельностью корпораций внимательно следит Комиссия по ценным бумагам — государственный орган, в большой мере независимый от часто меняющихся президентов и правительств страны. У нее дела поважнее — присматривать за менеджерами, чтобы они при случае не нарушили права собственников. Тогда дело идет в суд. Но отчеты — это лишь дополнение к праву присутствовать раз в год на собрании акционеров и выбирать (голоса — пропорционально числу акций) президента и других менеджеров, с одной стороны, и совет директоров для контроля над ними — с другой.

Совет директоров — это своего рода законодательно-контрольный орган, представляющий всех акционеров. Входят в него сами высшие менеджеры, которые и готовят его решения, а также представители банков, других компаний, страховых обществ, отставные знаменитости из армии, правительства, кто-то из владельцев крупных пакетов акций — особенно тех фамилий, которые когда-то владели компанией. Совет директоров собирается от четырех до двенадцати раз в год и решает с подачи менеджеров следующие важнейшие вопросы: крупные вложения капитала, направления развития производства (продукты, модели, рыночная стратегия), цены, займы, заработная плата, размер дивиденда, коллективные договоры и т.п. За присутствие на заседании полагаются приличные деньги в конверте, но они не составляют основного дохода этих богатых людей, что делает их в общем довольно независимыми при принятии решений. Важно, что больше никто не вмешивается в решения управленческих верхов корпораций. Недовольные потребители, профсоюзы, конкуренты и даже акционеры могут подать в суд, а акционеры — попытаться свалить руководство компании. Но процесс производства при этом не затрагивается, и нет управленческого паралича, когда работа по важным новинкам или модернизации цехов стоит, пока директор что-то «согласовывает» в бесчисленных инстанциях.

Легко понять, что большинство акционеров никогда не ходит на годичные собрания. Например, у Дженерал Моторс 1 миллион 350 тысяч акционеров, и 88% из них имеют меньше 200 акций [оценка]. Так что непосредственный контроль над менеджментом часто и не виден, а сосредоточен в руках крупных собственников, банков. Дело в том, что все большая часть акций оказывается в активах пенсионных компаний, страховых фондов и других финансовых институтов (в США — около трети, в Японии — три четверти). Из остальных двух третей акций в США 90% принадлежит 5% наиболее богатым по доходам семьям, а управляются, как правило, банками по доверенности.

Здесь важно отметить, что акции считаются самым доходным видом ценных бумаг по сравнению с облигациями, закладными, коммерческими бумагами и т.п. — их множество видов. Дело в том, что кроме дивиденда надо учитывать рост курсов акций. В то же время акция — наиболее рискованное вложение средств. При банкротстве компании кредиторы получают от 30 до 70 центов за доллар (по реальным судебным делам) в зависимости от типа кредита и обеспечения. Акционерам же обычно мало что достается. Кроме того, можно купить акцию за 30 долл. перед биржевой паникой и через день обнаружить, что ее курс только 20 долл. Поэтому семьи с малым и средним достатком очень осторожно вкладывают свои сбережения в акции. И еще — любой акционер всегда может проголосовать «ногами», продав акции на бирже или тому, кто больше предложит. А «уход» мелких акционеров может тяжело сказаться на курсе акций данной компании на бирже, вызвать внимание прессы, банков, привести к удорожанию кредита, покупке компании другими собственниками с увольнением управляющих и т.п.

Известную популярность на Западе приобрело стимулирование работников путем выдачи или продажи им (дешевле биржевой цены) небольших пакетов акций в качестве премий или части заработной платы (обычно с запретом продавать в течение двух лет). В США около 23% рабочей силы охвачено такими программами. Считается, что это повышает производительность труда. Разумеется, мелкий владелец акций «своей» компании не получает никаких дополнительных прав — иначе остальные акционеры засудят компанию. Интересно, что менеджеры банков и часто компаний обязаны иметь некоторое количество собственных

акций, чтобы рисковать и своими деньгами. Есть случаи выкупа персоналом своих компаний. Менеджеры иногда делают это в кредит и становятся частными собственниками, выплачивая заем из средств приобретенной фирмы. Рядовой персонал выкупает обычно полубанкрота, чтобы сохранить свои рабочие места.

В заключение скажем, что акционерная форма собственности является одним из величайших изобретений человечества в сфере экономики — сразу за деньгами, кредитом и банками. Она развивается уже около двух веков. На ней базировалось железнодорожное строительство в прошлом веке. Она лежит в основе современных диверсифицированных корпораций. Именно с ними, способными к гибкой адаптации производства, к быстро меняющимся внешним условиям хозяйствования, и собираются конкурировать наши предприятия на мировых рынках.

3.3. Стоимость капитала: проблема финансирования роста[1] (1998)

Экономическое развитие стран с переходной экономикой и развивающихся стран ограничено несовершенством хозяйственного — рыночного — механизма и узостью капитальной базы. Страны со зрелой рыночной экономикой могут продолжать развитие за счет накопленного капитала при самых различных нормах внутреннего накопления, но развивающиеся страны не могут позволить себе такой роскоши: высокая внутренняя норма накопления является принципиальным условием экономического роста. Обесценивание «старого» капитала и необходимость вновь создавать массовые потребительские отрасли экономики означает, что и в России в течение жизни ближайшего поколения должна обеспечиваться высокая норма накопления.

После финансового кризиса 1997–1998 гг. вряд ли остались сторонники финансирования подъема внешними краткосрочными капиталами. Надо полагать, что финансирование процесса накопления в обозримом будущем будет зависеть от состояния внутренних сбережений. Прямые иностранные инвестиции обычно идут туда, где создан нормальный национальный инвестиционный климат, или по специальным соглашениям — под защитой правительства от перемен этого климата (от «самого себя»). В этом случае можно будет рассчитывать также и на приток прямых зарубежные инвестиций, и на возврат «беглых» капиталов. Меры по повышению национальной нормы сбережений в краткосрочном плане, как отмечалось выше, не направлены на рост спроса при выходе из кризиса, но призваны обеспечить базу развития в следующем веке.

Высокая норма национальных сбережений призвана обеспечивать предложение и относительно низкую стоимость кредита для реального сектора не в одном отдельном году, а в течение достаточно длительного периода времени. Приемлемым уровнем национальной нормы сбережений может считаться величина

[1] *Григорьев Л.М.* Раздел 3 Главы 1 Обзора БЭА за 1997 год / Бюро экономического анализа. М., 1998. С. 32–46.

порядка 22–25%, причем доля сбережений в доходах населения должна находиться в тех же пределах. Этого должно хватать для инвестиционного бума в промышленности и вложений в инфраструктуру, заимствований государства (на всех уровнях) и обслуживания и погашения старых внешних долгов.

В настоящий момент одним из основных препятствий к восстановлению роста в России многие аналитики справедливо считают бюджетный кризис и использование значительной части внутренних сбережений и иностранного портфельного капитала для покрытия дефицита государственного бюджета. Ситуация последних трех-четырех лет оценивается большинством специалистов сходным образом: жесткая денежная политика и подавление инфляции при сохраняющемся большом дефиците бюджета и постепенном «выгребании» сбережений на обслуживание государственного долга. Переход на внешние заимствования в 1997 г. для понижения стоимости обслуживания долга пришелся на период конца подъема мировой экономики и начала финансовых потрясений на финансовых рынках развивающихся стран и сработал лишь на очень узком временном отрезке. Хрупкость финансовой системы оказалось недооценена: ощущение, что вот-вот все наладится и экономический рост сам решит проблему доходов бюджета, оказалось обманчивым.

На первый взгляд, параметры бюджетного дефицита в России не выглядят столь уж катастрофичными сами по себе: есть много стран, которые в принципе существуют какое-то время с бюджетными дефицитами порядка 5–7% ВВП. Разумеется, этот дефицит велик, но прежде всего для страны, находящейся семь лет в кризисе, при 40% сокращении ВВП и при значительных государственных расходах на социальные нужды. Еще один важный аспект проблемы — слабость частной системы сбора и связывания на длительный срок внутренних сбережений, их низкий уровень.

На наш взгляд, разрешение бюджетного кризиса хотя и является ключевым приоритетом на данном этапе, но не исчерпывает препятствий к росту со стороны предложения капитала. Решение проблемы бюджетного дефицита является необходимым, но не достаточным условием устойчивого роста в будущем — необходимо увеличение предложения внутренних сбережений, т.е. увеличение сбережений населения, прибылей бизнеса (при целевом использовании амортизационных отчислений).

Сокращение расходов бюджета оказывается своего рода критическим звеном для выхода из последовательности: низкая собираемость налогов и дефицит — заимствование на рынке для покрытия дефицита — высокий реальный процент — стагнация и уход от налогов. Этот порочный круг отражает сложное взаимодействие процессов, происходящих на макро- и микроуровнях. Бюджетный кризис обострился уже после достижения определенных успехов в макростабилизации и реформ бюджетной и кредитно-денежной сферы. В 1995 г. дефицит федерального бюджета сократился до 5,3% ВВП, но вновь вырос до 7,7% в 1996 г. С этого момента проблема реального бюджета, бюджетного дефицита и способов его финансирования оказывается в фокусе экономической политики и политических страстей. Задержка с переходом к экономическому росту в 1996 г. усугубила положение с доходами бюджета, а ожидания роста оттянули принятие тех хирургических мер по расходам, на которые, судя по всему, приходится идти в 1998 г.

Снижение дефицита федерального бюджета оказалось недостаточным, и рост отношения накопленного внутреннего долга к ВВП продолжился. Большинство стран могут позволить себе определенный уровень долга — критической величиной считается 50% ВВП, к которой Россия уже подошла вплотную. Важно отметить, что величина бюджетного дефицита не является единственным фактором, который определяет быстрый рост абсолютного и относительного размера обслуживания российского государственного долга. Огромное значение имеет высокий уровень ставок процента, который определяется совокупным спросом и предложением кредитно-денежных ресурсов. Тот же объем накопленного долга и текущего дефицита бюджета при ставках порядка 15–20% (к которым удалось приблизиться в конце 1997 г.) и увеличении срока погашения государственных бумаг не вызвал бы таких потрясений. Путь к этому состоянию в итоге лежит как через сокращение текущего бюджетного дефицита, так и через системные меры и структурные реформы, направленные на рост внутренней нормы сбережений и создание адекватной инфраструктуры рынка.

Бюджетный кризис в 1996–1998 гг. сыграл огромную каталитическую роль в осознании необходимости перехода от чисто макроэкономической проблематики к глубинным структурным реформам. Реформы в социальной области (особенно пенсионная),

реформирование и частичное реструктурирование отраслей естественных монополий, угольной промышленности имеют свои собственные достоинства и важны сами по себе. Их надо проводить в любом случае для повышения эффективности экономики (особенно в инфраструктурных отраслях) — в частности, эффективности государственного регулирования, рационализации расходов и, наконец (через несколько лет после начала реформ), — сокращения масштабов государственного финансирования. В то же время надо признать, что бюджетные проблемы фактически навязали необходимость структурных реформ, которые были подкреплены в ряде случаев соответствующими займами Всемирного банка.

Огромную роль играют способы покрытия бюджетного дефицита и взаимодействие фискальной и кредитно-денежной политик. Наведение порядка в этой области заняло несколько лет, и решение задачи о завершении этого процесса поставлено только теперь в Послании Президента РФ Правительству РФ «О бюджетной политике на 1999 г.». С 1995 г. было прекращено прямое финансирование дефицита, хотя участие ЦБ в косвенном финансировании осталось весьма значительным (см. табл. 3.1.). Следующим этапом стало широкое применение ГКО-ОФЗ со скрытым участием иностранного капитала. В 1997 г. иностранцы были допущены на рынок в явном виде, и они купили до 25–30% объема ГКО. Но в ноябре 1997 г. — мае 1998 г. в ходе трех волн финансового кризиса их доля падала весьма значительно. Кроме того, с прошлого года большую роль в финансировании дефицита стали играть еврооблигации.

Параллельно с развитием финансовых инструментов финансирования дефицита, бюджетные расходы и доходы все в большей степени реализовывались посредством суррогатов, освобождений и зачетов. Вокруг бюджета создалась, можно сказать, своего рода отрасль финансовых посредников, которые (особенно банки), благодаря гарантиям Минфина, получали огромные доходы в силу неэффективности бюджетного процесса. Ликвидация этой синекуры сэкономит значительные средства бюджета и исключит нецелевое использование средств.

Таблица 3.1

Показатели исполнения федерального бюджета в 1992–1997 гг. (по определению МВФ, млрд руб.)

Показатель	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Расходы	11,2	490,1	137,4	283,2	474,3	485,2
в т.ч. наличные					376,2	426,3
Доходы	2,8	22,3	72,5	196,5	296,3	311,0
в т.ч. наличные					198,2	252,1
Дефицит	8,5	26,8	64,9	86,7	178,0	174,2
Структура финансирования дефицита (%)						
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Внешнее	28,4	12,1	0,3	–3,6	7,3	27,2
Связанные кредиты	н/д	13,7	7,4	9,7	5,0	7,8
Несвязанные кредиты	н/д	3,0	0,9	3,1	7,4	10,2
Еврооблигации	н/д	0,0	0,0	0,0	3,1	15,1
Платежи по основному долгу	н/д	–4,5	–8,1	–16,4	–8,2	–5,9
Внутреннее	71,6	87,9	99,7	103,6	92,7	72,8
Центральный банк	64,5	79,9	92,4	27,7	27,0	17,5
Прямые кредиты	61,8	75,5	80,3	0,0	0,0	0,0
Покупка ценных бумаг + уменьшение ЧМР	2,6	4,4	12,1	27,7	27,0	17,5
ГКО-ОФЗ	0,0	0,6	11,0	53,0	60,1	52,6
Прочее	7,1	7,4	-3,7	23,0	5,6	2,7

Источник: Министерство финансов РФ.

Бюджетная реформа включает в себя принятие Налогового и Бюджетного кодексов, разработку реального бюджета, переход на казначейское исполнение федерального бюджета, реформу межбюджетных отношений, ликвидацию денежных суррогатов, укрепление финансового контроля и многое другое. Судя по сложности проблем и намеченным срокам исполнения конкретных задач, бюджетная реформа займет не менее двух лет, включая годы выборов.

Финансовый кризис вынудил ускорить меры экономии. Антикризисная программа Правительства, предложенная в мае 1998 г. («План первоочередных действий» от 22 мая), предусматривает значительное сокращение расходов, но фактическая ее реализация потребует много времени и усилий. Однако бюджетная экономия сама по себе не увеличивает конечный спрос, а в краткосрочном

плане даже ограничивает его. Уменьшение объема кредитных ресурсов, «выгребаемых» Минфином для финансирования дефицита, еще не является гарантией того, что предложение финансовых ресурсов будет достаточным для понижения реального процента и оживления накопления.

В рыночной экономике процесс выхода из кризиса в большой степени определяется понижением цены заемного капитала, тем самым — повышением сравнительной выгодности вложений в реальные активы. Иными словами, происходит приток капитала в реальный сектор: коммерческие банки начинают более активно финансировать промышленные проекты, инвестиционные банки обеспечивают размещение облигационных займов и т.п. В переходных экономиках со значительными макроэкономическими дисбалансами и слабыми банковскими системами на эту картину накладывается воздействие иных, зачастую более значимых, процессов, которые могут изменять всю картину выхода из кризиса.

Ключевым в этой ситуации является поведение процентных ставок. Макростабилизация решает в первую очередь проблему подавления инфляции. При этом неизбежно возникает период, в котором цены растут уже медленно, а номинальные ставки еще высоки. Успех макростабилизации недостаточен — это не конечная цель, а промежуточная; ее надо закрепить балансированием бюджета и структурными реформами. Реализация этих общих принципов на практике варьируется от страны к стране, но в любом случае ее ключевым моментом остается снижение реальной стоимости заимствования.

В течение 1997 г. Правительству и денежным властям удавалось последовательно снижать доходность государственных ценных бумаг, хотя дефицит бюджета оставался достаточно большим: исчисленный по методологии МВФ дефицит федерального бюджета в 1997 г. составил 6,5% ВВП (7,5%, включая дефицит местных органов власти — см. табл. 3.2.). В этих условиях снижению доходности государственных ценных бумаг в существенной степени способствовал массированный приток иностранного капитала, наблюдавшийся в середине года: обновление состава Правительства в марте 1997 г. оказало позитивное влияние на настроения иностранных инвесторов. В результате, доходность ГКО снизилась с 32,8% в январе до 18–19% в июле–августе 1997 г. Снижение уровня ставок процента по ГКО со 195% до 20% всего

Таблица 3.2

Индикаторы сбережений и реальный процент

№	Показатель	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
	Предложение сбережений (% ВВП)							
1а	Сбережения населения, ГКС	18,2	7,1	11,0	15,7	13,2	14,9	15,3
1б	Сбережения населения, БЭА	18,2	7,1	8,8	8,0	4,9	4,6	5,1
2	Налоги, выплаченные населением		2,3	2,6	2,9	2,2	2,6	2,9
3	Расчетные налоги, невыплаченные населением*					3,8	3,3	3,9
4	Валовая прибыль 4 отраслей**	18,9	23,9	20,0	11,7	11,5	4,7	4,1
	Спрос на сбережения (% ВВП)							
1а	«Чистые ошибки и пропуски» в платежном балансе, ЦБР				0,1	2,3	1,9	1,6
1б	«Чистые ошибки и пропуски» в платежном балансе, БЭА				0,5	2,8	3,3	3,2
2а	Федеральный дефицит (МВФ)	–	44,2	15,6	10,6	5,3	7,9	6,5
2б	Дефицит консолидированного бюджета (МВФ)	–	40,3	15,1	9,7	6,0	8,9	7,5
	Цены и ссудный процент							
1	Темп прироста цен	160,4	2508,8	839,9	215,1	131,3	21,8	11
2	Ставка процента по кредитам	22,4	202,8	824	297,3	224,9	66,9	35,3
3	Реальный процент (2–1)***	–138,0	–2306,0	–15,9	82,2	93,6	45,1	24,3

Источник: Оценка БЭА на основании данных Госкомстата, ЦБР и Министерства финансов РФ.

* Оценка БЭА

** Валовая прибыль до уплаты налогов за вычетом убытков убыточных предприятий в промышленности, сельском хозяйстве, транспорте и строительстве.

*** Упрощенный подход: ставка по кредитам минус темп прироста цен.

за год следовало бы отметить как своего рода рекорд ЦБ и Правительства. К сожалению, этот успех закрепить не удалось.

В результате мирового финансового кризиса, который затронул Россию в конце 1997 г. — начале 1998 г. и дестабилизировал финансовые рынки, ставка процента по ГКО к лету выросла до уровня 60–70%. При ожидаемой инфляции (по потребительским ценам) порядка 7–8% в 1998 г. это оставляет реальный процент далеко за пределами возможной нормы прибыли в реальном секторе. Новый приступ финансовых потрясений в мае 1998 г. вынудил ЦБ временно увеличить ставку рефинансирования с 30% до шоковых 150%. Иными словами, все пришлось начинать сначала. Угроза быстрого возрастания веса обслуживания внутреннего долга в бюджете страны в ближайшие годы в силу высоких ставок процента по ГКО и сохранения дефицита, вызвала в условиях третьей волны финансового кризиса в России попытку резкого сокращения расходов бюджета.

При обсуждении путей снижения дефицита государственного бюджета обычно остается в тени проблема общего уровня сбережений, т.е. предложения капитала. Состояние финансовых потоков между секторами в российской экономике еще слабо изучено, сама статистика находится в процессе разработки, а без нее эффективный анализ и прогнозирование крайне затруднены. В рамках системы потоков капитала государство и бизнес обычно являются чистыми заемщиками у финансового сектора, а население — чистым кредитором всех других секторов. Поэтому сбережения населения играют решающую роль в формировании совокупного предложения капитала.

Заметим, что все страны с переходной экономикой испытали падение нормы сбережений населения, что отражало переход от принудительных сбережений эпохи планового хозяйства и товарного дефицита к самостоятельным решениям семей. Слабость институционально-правовой базы оказалась роковой для процесса сбережений и накопления в стране. В России дополнительными факторами сокращения нормы сбережений населения стали финансовые пирамиды и слабый контроль над банками на ранних этапах реформы, потеря личных сбережений в период высокой инфляции. И хотя публикуемая Госкомстатом норма сбережений остается в 1995—1997 гг. в пределах 22–25%, очистка показателя от повторного счета дает катастрофически низкую норму сбе-

режений: 9–10% в 1995–1996 гг. и ее падение до 8,3% в 1997 г. Неспособность как государства, так и частного сектора создать систему сбережений, достаточно надежную и привлекательную для населения, стала одной из основных слабостей процесса макростабилизации.

За последние пять лет наблюдается все более значительный разрыв между успокаивающе высокой официальной нормой сбережений и фактической. Небольшой рост доходов и потребления в 1997 г. не нарушил тенденцию последних лет к сокращению скорректированной нормы сбережений. В целом (оставляя в стороне социальные различия отдельных групп), российское население до сих пор пыталось в первую очередь поддерживать и увеличивать потребление, а не сбережения. Стабилизация инфляции и высокий процент не создали должного стимула для связывания сбережений. Причиной этого является бедность большей части населения, недоверие среднедоходных групп к большинству финансовых институтов.

Доллар был в основном вытеснен из розничного товарооборота, но остался предпочтительным средством платежа и сбережения, которое обеспечивает сохранность и ликвидность семейных ресурсов при крупных покупках, дорогостоящих поездках и т.п. Слабость таких важных сегментов частной финансовой системы, как накопительные пенсионные и страховые фонды, оставляет за долларом важные функции. Необходимо констатировать в высшей степени рациональное поведение российского населения в отношении сбережений. Объектом экономической политики государства в этом случае является весьма образованное, по сравнению с большинством даже развитых стран мира, население, которое грамотно решает проблему оптимизации своего личного портфеля ликвидных активов по риску и доходности в неблагоприятных условиях слабости финансовой системы, тяжелого опыта гиперинфляции и финансовых пирамид начала 1990-х годов.

Разумеется, данные о сбережениях не включают счета физических лиц за рубежом, а также вложения в инвестиционные фонды (а через них иногда и в российские бумаги). Состоятельные группы решают проблему оптимизации рисков и доходности собственными методами. Они оптимизируют распределение своего портфеля активов между недвижимостью, финансовыми инструментами и ликвидными счетами и активами в глобальных

масштабах, далеко за пределами возможностей национального контроля, что выводит сбережения богатой части населения из числа объектов, на которые экономическая политика Правительства и ЦБ может оказать серьезное воздействие.

Корректировки официальных данных подтверждают необоснованность надежд на финансирование новых капиталовложений за счет неорганизованных сбережений населения. Потребуется длительная работа по формированию всех сегментов частной финансовой системы, обеспечению ее надежности для того, чтобы поднять текущую норму накопления и втянуть сбережения населения в процесс финансирования подъема. Дополнительным ограничителем предложения сбережений является то, что 75% депозитов населения вложено в Сбербанк под фактическую государственную гарантию. Сохранность средств вкладчиков в Сбербанке играет важную роль в стабильности имеющихся скромных сбережений. Однако эти средства на 60% вложены в государственные облигации (что составляет 45% всех банковских депозитов!) — соответственно, они замкнуты на государственный долг и недоступны для инвестирования.

На фоне острой дефицитности бюджета и низких личных сбережений важна ситуация с финансовыми ресурсами собственно производственного сектора. Здесь на протяжении последних лет мы сталкиваемся с кризисом неплатежей, быстрым ростом доли убыточных предприятий. Лишь экспортные отрасли и связанные с ними банки располагают сколько-нибудь значительными ресурсами, но низкая эффективность финансовых рынков ограничивает перелив капитала в те отрасли, в которых они дали бы значительный экономический эффект. Например, для того чтобы инвестировать «нефтяные деньги» в пищевую промышленность, почти невозможно занять их в долг на несколько лет через финансовые институты — необходимо купить контроль над предприятием для снижения риска. Те свободные капиталы, которые не были вложены напрямую в приобретенные компании, в значительной степени выступали не как элемент предложения на финансовых рынках, а размещались через государственные бумаги для извлечения гарантированных доходов. Кроме того, число убыточных (т.е. с отрицательными чистыми сбережениями) предприятий почти сравнялось с числом прибыльных. Сильно затруднена оценка валовых сбережений: известно, что пред-

приятия используют амортизационные отчисления на 40–50% для пополнения оборотного капитала, тогда как статистика ВВП показывает весь объем начисленной амортизации как национальные сбережения[1].

Другой аспект использования ликвидных ресурсов предприятий связан с затяжным кризисом, тяжелым налоговым климатом и системой штрафов за недоплату в бюджет, которые поставили значительную часть предприятий в положение убыточности. На 1 мая 1998 г. общий объем невыплаченных налогов (с пени и штрафами) только в федеральный бюджет почти сравнялся с рублевой М2 или с полутора объемами налогов, выплаченных в 1997 г. Даже при весьма жесткой политике сбора налогов и сокращения пени вряд ли можно ожидать сбора двух объемов налогов в год. Государственная налоговая служба в состоянии улучшить собираемость налогов до определенного предела. Хотя многие собственники и директора предприятий не теряют надежды на списание старых невыплаченных долгов бюджету и пеней, но с точки зрения нормальной работы системы — это уже национальная проблема. Сложилась сложная многоплановая модель ухода от налогов: сокрытие платежей на «боковых счетах» (в т.ч. за границей), бартер и т.п. Часть компаний зарабатывает — часть, видимо, оказалась «страдающей стороной» вместе с бюджетом. При отсутствии жесткого контроля, кризис неплатежей в бюджет и — в немалой мере — из бюджета создал узкое место в экономике в масштабах, превосходящих все, что наблюдалось в других странах с переходной экономикой. Кризис неплатежей стал системной проблемой.

Государство традиционно борется с этим злом путем безакцептного списания со счетов штрафов и пеней — достаточно жесткая санкция за налоговые грехи. Укрытие доходов или их демонетизация как защита от безакцептного списания дали за последние годы твердую «ничью» в смысле решения проблемы при явном проигрыше бюджета и экономики в целом. Проблемой национальной экономики становится то, что для многих предприятий с годами стало уже невозможно выкарабкаться из этой ямы, поскольку любые поступления выручки немедленно изымаются

[1] Соответственно возникает необходимость дополнительных исследований экономического значения этого показателя — не исключено, что оценка валовых сбережений реального сектора завышена.

в счет пени. Выбор решений здесь невелик: налоговая амнистия создала бы надежду для безответственных менеджеров, что и в будущем можно будет уходить от налогов. Единственная ниточка, за которую может ухватиться экономическая политика в этой области, — собственники предприятий. Возможным решением этой проблемы могло бы быть снижение размера пеней, начисленных в период высокой инфляции, реструктурирование долгов и переход от «карающей» концепции пени и штрафов к концепции «вынужденного» государственного кредита, который необходимо за определенный срок вернуть (деньгами) с процентами на первоначальную сумму долга по графику выплат или в процентах от чистой выручки.

Ситуация осложняется тем, что по мере формирования финансовых рынков предприятия начали активно заимствовать (в том числе за рубежом). Во второй половине 1997 г. общий внутренний долг негосударственных предприятий вновь обогнал суммарный долг расширенного правительства (рис. 3.1). Тем самым возникает опасность, что даже при ограничении федерального долга усиление заимствования областей, городов и частных предприятий создаст тяжелую внутреннюю долговую нагрузку еще до начала подъема. Особенно опасны заимство-

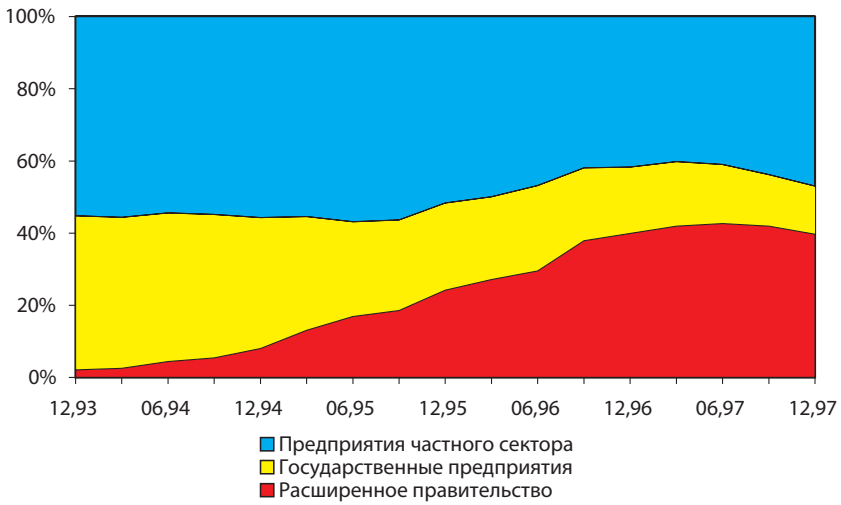

Рис. 3.1. **Структура общего объема заимствования (по заемщикам) у финансовой системы**

вания для покрытия долгов или текущего дефицита, а не для инвестиционных потребностей.

Бедственное положение многих предприятий и отраслей контрастирует с созданием в 1990-е годы целой системы дочерних фирм за рубежом, играющих роль финансовых посредников. Бесспорно существующие, хотя и трудно поддающиеся измерению, «убежавшие» из страны капиталы представляют собой вложенные за рубежом скрытые прибыли (инвестиционный фонд) предприятий. Либерализация внешнеэкономических связей позволила многим предприятиям в 1992–1993 гг., до введения серьезного экспортного и валютного контроля, создать зарубежные дочерние фирмы, системы заграничных счетов (часто открытых на физических лиц), через которые шли взаимные расчеты в условиях переходного кризиса.

Оффшорная деятельность, неуплата налогов и неплатежи между предприятиями увязаны между собой, но неоднозначно, особенно в отраслевом разрезе. Данные платежного баланса свидетельствуют, что увеличение внутренних неплатежей обычно совпадает с ростом вывоза капитала (и наоборот), регистрируемого в статье «чистые ошибки и пропуски» платежного баланса. Анализ показывает, что динамика этого показателя имеет обратную связь с динамикой просроченной задолженности (просроченной кредиторской или задолженности поставщикам — см. рис. 3.2.). Эта связь носит статистически значимый и устойчивый характер и может быть интерпретирована довольно просто: чем меньше российские предприятия платят внутри страны, тем больше они вывозят капитала (и наоборот).

В итоге можно предположить, что в условиях растущих неплатежей экономическая активность в стране в существенной степени поддерживается за счет оффшорных операций. Предприятия, стремящиеся снизить фактическое налоговое бремя и избежать штрафных санкций, могут осуществлять взаимные расчеты через зарубежные банки. Действительно, 6–7 млрд долл., ежегодно вывозимых из страны, являются вполне достаточными для пополнения оборотных средств. Естественно, эта гипотеза, основанная на макроэкономических данных, требует детальной проверки на микроуровне. Но то, что данный механизм сложился в первые годы реформ и достаточно эффективно (для

участвующих в нем предприятий) функционирует, вряд ли вызывает сомнение.

С точки зрения функционирующего механизма сбережений и накопления мы, по-видимому, сталкиваемся с удивительным для такой большой страны как Россия феноменом — встроенным оффшорным звеном как частью оборота предприятий. Если принять гипотезу, что это явление носит распространенный характер, то значительная часть кассовых остатков многих предприятий, большая часть прибыли (и не только прибыли) находится вне национального контроля, не показана в консолидированных балансах предприятий, не включена в налогооблагаемую базу, не входит в денежную массу, но функционирует как интегральная часть рабочего капитала фирм, денежной массы страны и т.п. Важно, что эти ресурсы принадлежат предприятиям и обслуживают их. Часть этого денежного капитала приходит в страну для инвестирования как иностранный капитал по мере появления для этого соответствующих условий. Данный сектор российской экономики работает по принципу приливных станций, регулируя устойчивость расчетов.

Рис. 3.2. **Неплатежи и неучтенный вывоз капитала (млрд долл.)**

С точки зрения экономической политики данный феномен заслуживает самого тщательного анализа, поскольку эффективность кредитно-денежной и налоговой политики, банковского и валютного контроля оказываются сильно ограниченными, если сколько-нибудь значительный объем национальных ликвидных активов находится вне национальной юрисдикции. В российской экономике, с ее низкими фактическими сбережениями населения, ограниченными чистыми (и спорными валовыми) сбережениями предприятий и высоким уровнем государственного заимствования, внешний сектор дает определенный объем капитала, который, по нашим оценкам, примерно равен «бегству» капитала из России (по статье «чистые ошибки и пропуски» платежного баланса). В 1997 г. впервые зафиксирован большой приток иностранного капитала в размере 6,2 млрд долл. Заметим, что в этот показатель включены сделки по приобретению крупных пакетов акций, в частности «Связьинвеста», в которых часть уплаченных средств имела российское происхождение[1]. Сам факт наличия такой формы приватизации (через шесть лет после начала реформ) — хороший показатель. Однако трудно рассчитывать на значительные доходы бюджета в силу низкой капитализации российского рынка акций и ограниченного объема собственности в руках государства, особенно в сравнении с другими странами, в частности латиноамериканскими. Это показала и история приватизации «Роснефти» весной 1998 г. Восстановление притока вложений в акции в долгосрочном плане должно вести к увеличению курса акций и повышению доходов от продажи акций, приватизации и новых выпусков акций, но на это потребуется время и нормальный инвестиционный климат. Важно, чтобы экономическая политика стимулировала прямые инвестиции, а не приток спекулятивных капиталов.

Проблемы рынка инвестиционных ресурсов в стране были бы неполны без учета роли частного финансового сектора — посредника между сберегающими и занимающими сегментами экономики. Основными проблемами здесь остаются низкая капитализация банковского сектора и неразвитость тех небанковских

[1] Покупка акций у государства показывается в платежном балансе как прямые инвестиции, хотя фактически идет на покрытие текущего дефицита федерального бюджета.

институтов, которые обеспечивают долгосрочные сбережения. Принципиально важно, чтобы спрос и возможное предложение долгосрочных сбережений — пенсионных и страховых, прежде всего лизинга, рынка закладных — увеличивались на базе адекватной инфраструктуры.

Определенное воздействие на потоки капиталов между секторами в экономике оказывает частный финансовый сектор: как своей способностью превращать сбережения в инвестируемый капитал, так и собственными капиталами. Доходы самого финансового сектора в развитых странах обычно не составляют значительных величин, поскольку финансовые посредники оперируют в основном привлеченными средствами. В России ситуация отличается в том отношении, что процесс капитализации банковской системы только начинается, число крупных устойчивых банков невелико. Российские финансовые посредники играют пока ограниченную роль в движении потоков капиталов: не имеют инфраструктуры для долгосрочных сбережений, обслуживают в первую очередь государственное заимствование, делают кредит для заемщиков в значительной мере более дорогим.

В этих условиях российский банковский сектор продолжает свое накопление (включая создание инфраструктуры) за счет рекордно высокой маржи. Если в Польше и Венгрии разница между стоимостью банковского кредита и ставкой по депозитам составляет порядка 5 процентных пунктов, то в России этот показатель составляет порядка 25 пунктов[1]. Разумеется, такая маржа отражает доходность ГКО, находящихся в портфелях банков, однако общий уровень рисков и ожидаемой доходности при банковском кредитовании оказывается настолько высоким, что еще более сокращает возможности промышленности привлекать кредиты. Для того чтобы получить банковский кредит, предприятие, особенно если оно не входит в «свою» финансовую группу, должно, как правило, переплачивать за риск 4–5 процентных пункта сверх текущей ставки ГКО.

В ближайшие годы потребуется не только решить проблему бюджетного кризиса, но и обеспечить укрепление и развитие всей частной финансовой системы, повышение национальных сбережений (и сокращение их утечки), чтобы расширить доступ предприятий к финансовым ресурсам и понизить реальный процент.

[1] См.: Russian Economic Trends. 07.05.1998. Chart 4.

В краткосрочном плане меры по снижению дефицита не способствуют ускорению выхода из депрессии, но создают предпосылки для экономического роста в будущем. Только путем длительных усилий, в основном с помощью структурных реформ, особенно в области страхования и перехода на накопительную пенсионную систему, можно расширить масштабы накопления долгосрочных сбережений в стране и создать условия для подъема в XXI веке.

3.4. Развитие финансовых рынков в России и управление активами НПФ[1] (1998)

Российский частный финансовый сектор находится на начальном этапе развития. Относительно сформировавшимся можно считать только банковскую систему. Однако коммерческие банки на 95% вовлечены в краткосрочное кредитование, операции с валютой и ГКО. Остальные институты частного финансового сектора, традиционно обеспечивающие долгосрочное кредитование в рыночной экономике остаются еще на весьма ранней стадии развития и государственная помощь в их становлении необходима для того чтобы решить ключевую проблему развития ближайших лет — долгосрочное инвестирование. Российская экономика по-прежнему сталкивается с серьезной проблемой, когда низкий уровень долгосрочных сбережений населения резко ограничивает возможности накопления в стране, а низкие темпы экономического роста и неблагоприятный инвестиционный климат сдерживают аккумуляцию сбережений. Слабое развитие других сегментов финансовой системы и соответствующих инструментов существенно препятствует стимулированию сбережений. Последнее упирается не только в относительно низкие доходы большей части населения, но и в его недоверие к коллективным формам сбережений, устойчивое предпочтение высоколиквидных сбережений, их долларизацию. При отсутствии развитой системы страхования, лизинга, рынков закладных и облигаций создание накопительной пенсионной системы должно рассматриваться как звено высокоразвитого частного финансового сектора.

В развитых и ряде развивающихся стран сложившаяся финансовая система, связанная с международными рынками, позволяет проводить ставшие неизбежными пенсионные реформы. Россия

[1] *Григорьев Л.М.* Развитие финансовых рынков в России и управление активами НПФ / Институциональная инфраструктура пенсионной реформы в России (негосударственные пенсионные фонды) / Авт. коллектив: А.З.Астапович (рук.), У.Бирмингхем, Л.М.Григорьев и др.; Бюро экономического анализа. М., 1998. С. 74–87.

же сталкивается с необходимостью формирования институциональной базы реформы, если намерена опираться на собственные сбережения для обеспечения длительного экономического подъема. Поэтому создание негосударственных пенсионных фондов на накопительных принципах (второго уровня) следует рассматривать не только как способ решения тех или иных проблем пенсионной системы, но и как часть стратегической задачи развития современного финансового сектора, адекватного потребностям страны в XXI веке.

При проведении масштабной пенсионной реформы поток средств в НПФ будет возрастать от одного процента ВВП ко все большим масштабам. Даже один процент — это 27 млрд руб. в 1997 г. и много больше в XXI веке. Финансовая система должна быть готова к такому потоку предложения ресурсов в отношении инфраструктуры и встречного предложения инструментов. Предстоит, видимо, ежегодная аккумуляция нескольких процентов российского ВВП в пенсионных фондах под профессиональным управлением, а также жестким и грамотным контролем регулирующих правительственных органов. Эти средства, вложенные в долгосрочные инструменты финансового рынка для обеспечения частного накопления, могли бы решить двуединую задачу: рост и сохранность активов пенсионеров, с одной стороны, и создание устойчивого (в определенном смысле «обязательного») источника для капиталообразования в стране, с другой.

Пенсионные фонды играют особую роль в процессе стимулирования экономического роста. Как показывает пример развитых стран, пенсионные фонды с их большим инвестиционным потенциалом могут оказывать значительное воздействие на развитие экономики страны. Фактически роль частной пенсионной системы определяют три ключевых фактора — состав портфеля активов пенсионных фондов, качество управления фондами и совершенство государственного контроля.

Начальный этап создания фондов второго уровня в России происходит в условиях затяжного бюджетного кризиса, нестабильности всей системы финансирования и формирования основного капитала. Высокий риск вложений в корпоративные бумаги делают, на первый взгляд, разумным решение проблемы инвестирования пенсионных фондов в надежные государственные ценные бумаги. Однако к такому подходу нужно относиться

очень осторожно. Независимо от намерений правительства, он объективно направлен на финансирование текущего государственного потребления (вместо накопления) или дефицита бюджета и позволяет государству, включая местные органы власти, использовать пенсионные средства для «затыкания» бюджетных дыр. Тем самым, именно та часть сбережений населения, которая по своей природе носит долгосрочный характер, выключается из финансирования накоплений, перестает поддерживать экономический рост. По существу, массовое вложение средств пенсионных фондов в государственные бумаги создает видимость благополучия, но подрывает шансы на экономическое развитие. Краткосрочность и обезличенность государственных долговых инструментов не может обеспечить использования всего потенциала пенсионных фондов. Допустимость такого рода вложений для фондов обусловлена их надежностью, ликвидностью и гарантированной доходностью, но государственные бумаги не должны доминировать в портфелях фондов — может пропасть положительный эффект развития экономики при поддержании текущего потребления.

Одна из важнейших целей формирования накопительной системы — создание в России собственного класса институциональных инвесторов, способных поддержать проводимые в экономике реформы. С этой точки зрения долгосрочные инвестиции пенсионных фондов должны служить стимулом наращивания внутренних накоплений. Необходимость сохранности пенсионных накоплений является ограничивающим фактором использования пенсионных активов.

Таким образом, возникает нестандартная ситуация, когда вложения пенсионных активов должны: 1) быть надежными для пенсионеров, 2) обеспечивать по возможности высокий доход, 3) способствовать развитию экономики. Разумная комбинация перечисленных условий и призвана определять общие направления инвестиций пенсионных активов. Это требует анализа структуры активов НПФ сейчас и в будущем, по мере формирования второго уровня пенсионной системы.

Необходимость разработки оптимальной стратегии и общих рекомендаций для пенсионных фондов в области формирования портфеля активов и управления рисками на ближайшие десять-двадцать лет основывается, прежде всего, на том, что этим новым

(или реформированным «старым») фондам могут передаваться в частное управление общественные средства, которые в настоящий момент являются частью федерального бюджета или внебюджетных фондов.

Всякое правительство, и российское, видимо, не исключение, заинтересовано в покрытии дефицита за счет вложений внутренних институциональных инвесторов. Это обеспечивает гораздо большую устойчивость финансирования государственного долга по сравнению с привлечением международного спекулятивного капитала. Вопрос в том, на что используются заемные средства? В последние годы в России отношение государственных инвестиций, включая вложения местных органов власти, к ВВП упало до 1,5%. Привлечение средств пенсионных фондов сверх этой величины в государственные и областные или муниципальные бумаги автоматически привело бы к финансированию текущих расходов (часто к рефинансированию первичных займов) и угрозе построения «пирамид местного значения». Последнее особенно опасно, если начнется подталкивание местных органов власти к изоляции региональных финансовых рынков и инвестированию «пенсионных ресурсов области» в местные ценные бумаги.

Объективно национальные интересы предполагают выравнивание соотношения между заимствованием на долгосрочные нужды и накоплением. Разумный уровень государственных инвестиций в инфраструктуру такой страны, как Россия с ее огромными региональными и социальными диспропорциями, мог бы лежать в пределах 2–3% ВВП. В условиях подъема и решения крупных региональных инфраструктурных проблем эта норма могла бы временно возрастать. Подобные вложения существенно стимулируют экономический рост и на начальных этапах формирования финансовых рынков не всегда могут быть профинансированы частным капиталом в силу нехватки ресурсов и неопределенности при привлечении иностранных инвесторов. Пока государство требует от фондов и других финансовых институтов обязательного минимума вложений в государственные бумаги. Применительно к пенсионным ресурсам после реформы, возможно, придется изменить эти принципы. Хотя пенсионные фонды будут не единственным источником средств финансирования государственного долга, возникает необходимость обе-

регать постепенно возрастающие ресурсы пенсионных фондов от нелимитированного вложения в государственные бумаги, не связанные с накоплением.

По мере создания пенсионных фондов второго уровня на накопительных принципах для государственных регулирующих органов возникнет **классическая проблема выбора между текущими и долгосрочными интересами страны.** Для современного российского фондового рынка характерны высокая степень развития рынка государственных облигаций, активно применяемого правительством при решении текущих задач, расширение рынка акций приватизированных предприятий и практически полное отсутствие корпоративных облигаций. Емкость отдельных негосударственных сегментов рынка достаточно мала, но существуют реальные предпосылки для дальнейшего роста. В таких условиях увеличение доли вложений в частные ценные бумаги во многом будет зависеть от скорости совершенствования корпоративных инструментов. Выбор сбалансированного подхода станет в ближайшие годы жизненной необходимостью.

В настоящий момент определенное значение приобрел рынок акций частных и смешанных компаний (РАО ЕЭС, Газпром, нефтяные компании, компании связи), начинает расширяться рынок областных и муниципальных бумаг. Для пенсионных фондов было бы предпочтительнее вкладывать средства в выпуски (при жесткой диверсификации) под конкретные инвестиционные программы местных органов власти на принципах (с отдачей из местных налогов), сходных с кредитами Всемирного банка городам. Разумная система регулирования и налогообложения может сделать те или иные проекты выгодными (при допустимом уровне риска) и избежать по возможности административных или принудительных вложений. На очереди стоит развитие рынка корпоративных облигаций, в том числе с обеспечением. Трудно ожидать масштабного подъема жилищного строительства и сопутствующего создания инфраструктурных объектов без рынка закладных. Таким образом, неизбежно создание и расширение инструментов, предлагаемых рынком институциональным инвесторам. Государство может стимулировать (или сдерживать) те или иные сегменты предложения финансовых активов с тем, чтобы спрос со стороны пенсионных фондов, других инвесторов

был направлен на поддержку развития экономики. Это огромная, сложная и тонкая задача на последующие двадцать лет, включая стимулирование строительства. Однако должны быть предприняты необходимые усилия для того, чтобы избежать негативных последствий бумов недвижимости, подобных краху в Таиланде в 1997 г.

Разработка стратегии управления активами пенсионных фондов должна была бы базироваться на серьезном прогнозе развития российских частных финансовых институтов, инструментов и рынков. Бюро экономического анализа только приступает к такой работе в 1998 г. Однако некоторые общие принципы формирования активов, возможные дилеммы целесообразно сформулировать, чтобы создать основу для более предметной и детальной дискуссии по этому вопросу в ходе реформирования пенсионной системы.

Доходность НПФ не может устойчиво превышать уровень доходности основных финансовых инструментов в стране. Пенсионные фонды — это крупные портфельные инвесторы, минимизирующие любой системный риск, будь то страновой, отраслевой и особенно коммерческий. Любые фонды, взаимные или иные, обязаны диверсифицировать свои активы. Для НПФ это означает приближение структуры их портфеля к «национальному» портфелю низкорисковых инструментов. В свою очередь финансовые инструменты отражают общую норму доходности бизнеса внутри страны. В условиях эффективных рынков действует тенденция к сближению норм доходности между секторами экономики, включая норму прибыли в промышленности, норму прибыли на человеческий капитал, финансовые инструменты. Российские рынки пока крайне далеки от эффективности, что вполне закономерно в период столь бурного перехода. Однако уже в ближайшие годы можно ожидать определенного упорядочения норм прибыли — сближения нормы прибыли в рамках реального сектора по мере выхода из кризиса, сближения (с поправкой на риск) доходности различных финансовых инструментов. Нормативы и ограничения на вложения могут поэтапно ослабевать по мере созревания рынка и сектора, расширения надежных (и проверенных) инструментов, накопления опыта управляющих, укрепления надзора.

Фундаментальным принципом формирования допустимого портфеля пенсионных фондов является **диверсификация вложений по инструментам, секторам (отраслям) и эмитентам.** Ключевой проблемой при разработке приемлемого портфеля активов пенсионных фондов является неопределенность относительно будущей структуры и темпов развития финансовых рынков в России, соответствующих институтов, правовой основы и государственного регулирования. Очевидно, что реформа должна осуществляться с расчетом на одновременное, лучше даже опережающее для регулирования развитие всех сегментов рынка. В российских условиях финансовые интересы и политические трудности могут затруднять координированное проведение реформ.

При нынешнем состоянии российского рынка возможное решение вопроса о постепенной диверсификации состоит в **выделении стадий, характеризующихся разными требованиями к портфелю активов НПФ.** На начальном этапе (1999–2002 гг.) целесообразно сделать требования по допустимым активам весьма жесткими, но ориентированными на существующие инструменты рынка — государственные бумаги, акции нескольких ведущих компаний. На следующем этапе в 5–7 лет (условно до 2010 г.) активы НПФ существенно возрастут, сами фонды приобретут значительный опыт управления. Соответственно, допустимый портфель может быть расширен через включение акций второго эшелона — тех предприятий, которые сейчас выходят на рынок, но пока еще не приобрели репутацию устойчивых и не показывали дивидендного дохода. Фонды неизбежно создадут спрос на рынках корпоративных и муниципальных облигаций (с обеспечением) или займов под закладные. Рекомендации по стадийной диверсификации активов НПФ во многом зависят от приоритетов экономической политики правительства, особенно в сфере накопления. При ограниченных возможностях финансирования инвестиций из федерального бюджета поддержка тех или иных инструментов рынка может стать формой управления потоками инвестиционных ресурсов. В частности, может быть использован опыт США по освобождению от налогов процентного дохода по облигациям определенного типа.

Сравнительные особенности различных инструментов российского финансового рынка должны быть проанализированы

с точки зрения их использования именно в пенсионных фондах, а не вообще любым инвестором. Группировка финансовых инструментов охватывает:

- бумаги с фиксированным доходом;
- акции;
- недвижимость;
- прямые инвестиции;
- иностранные активы.

В данном случае показательную картину дает сравнение направлений инвестиций в российских и британских пенсионных фондах.

Таблица 3.3

Распределение активов в типичном негосударственном пенсионном фонде России и Великобритании

Российский НПФ	**%**	**Британский НПФ**	**%**
Ценные бумаги Правительства РФ	46,9	Долговые бумаги с фиксированным доходом*, всего	33,0
Ценные бумаги органов исполнительной власти субъектов федерации и органов местного самоуправления	2,7	В том числе зарубежные	4,9
Ценные бумаги других эмитентов**	38,9	Вложения в акции и другие бумаги с переменным доходом, всего	53,6
		В том числе зарубежные	16,0
Недвижимое имущество	3,6	Недвижимость	9,1
Банковские вклады (депозиты)	5,3	Банковские депозиты	3,7
Денежные средства на расчетном счете и валютные ценности	2,6	Денежные средства	0,3
		Обеспеченные и другие займы	0,3
Всего	**100,0**	**Всего**	**100,0**
В том числе зарубежные	**0,0**	**В том числе зарубежные**	**20,9**

* По балансу британского фонда не проводится разделение между частными и государственными бумагами, что несущественно, поскольку доходность и риск сбалансированы рынком.

** В основном акции, часто «собственные», компаний-учредителей.

Статистика размещения активов НПФ показывает заметное сокращение доли госбумаг в портфелях действующих фондов в период с января 1996 г. по октябрь 1997 г. Однако госбумаги были замещены ценными бумагами других эмитентов, главным образом акциями компаний, доля которых в указанный период возросла с 12,8% до 43,7%. В то же время резко возросли колебания доходности основных составляющих активов и колебания индекса доходности НПФ. Долгосрочная цель государства — стабилизация индекса доходности НПФ как по инструментам (и весам), так и по надежности. Взвешенный индекс доходности фондов (в силу уклонения от риска) будет, вероятно, ниже, чем у других финансовых институтов.

Мы не рассматриваем детально вложения в банках и депозиты, которые составляют несколько процентов активов в зависимости от ситуации (4% в английском фонде и около 8% — в российском. См. табл. 3.3).

На коротком временном отрезке вопрос инвестирования с высокой доходностью решается так же, как он решается иностранными и российскими частными инвесторами — в пользу краткосрочных государственных облигаций (сейчас порядка 50% против 33% в Англии. См. табл. 3.3). Доход по ГКО в 1997 г. — начале 1998 г. колебался (оставляя в стороне всплески кризиса) в пределах 17–30%, что после очистки от текущей инфляции дает привлекательные 9–20% в реальном выражении. Однако такая доходность не может рассматриваться как устойчивая и будет снижаться. Пенсионные фонды, в том числе фонды второго уровня, не могут рассматривать российские государственные бумаги через призму политических рисков. В будущем снижение высоких доходов от государственных облигаций несомненно, однако привлекательность таких вложений для самих фондов всегда будет оставаться весьма значительна. Поэтому необходимо предусмотреть постепенный переход от политики минимальных требований по вложениям в госбумаги к ограничению их доли в портфеле в рамках общей политики диверсификации рисков и поддержки частного накопления.

Важно также провести различия между федеральными долговыми бумагами и местными и корпоративными облигациями. В первом случае фонды инвестируют условно «федеральные пенсионные ресурсы» в федеральные бумаги. Основная задача в этом

случае — избежать финансирования текущего государственного (федерального или местного) потребления. Применительно к более рискованным областным, городским и корпоративным облигациям должны применяться принципы, максимально приближенные к проектному финансированию — доход, генерируемый проектом, должен прямо увязываться с выплатами процентов и основной суммы облигационного займа. Вложения в такие проекты, вероятно, неизбежны. Но проекты должны быть публично обсуждены, транспарентны, поставки должны проводится по конкурентным правилам и проч. Таким образом, фактически пенсионные фонды от лица общества осуществляли бы постоянный контроль над инвестированием общественных пенсионных ресурсов. Только тогда можно будет ориентировать инвестирование сбережений на эффективные проекты в стране в целом, если работает такая система для такого важного звена финансовой системы как негосударственные пенсионные фонды второго уровня (и, желательно, третьего).

Одним из способов отражения в новых фондах обязательства правительства по отношению к тем или иным категориям пенсионеров может быть выпуск специальных долговых обязательств с фиксированными платежами из бюджета. Эти облигации могли бы стать объектом купли-продажи спустя определенное время после выпуска.

Такой способ оформления государственных обязательств, по крайней мере, фиксирует их размеры, способ выплат и создает инструмент, позволяющий НПФ поддерживать свою доходность и ликвидность.

Вторым крупным компонентом активов ныне существующих в России пенсионных фондов являются вложения в акции (порядка 40% против 54% в Англии. См. табл. 3.3). Необходимо учесть тот факт, что во многих случаях в России это вложения в акции компаний — учредителей фондов. Практически это означает, что в случае банкротства или даже падения рыночной стоимости акций материнской компании, активы Пенсионного фонда могут серьезно обесцениться и подорвать возможность выполнения им своих обязательств по отношению к пенсионерам. Наконец, во всем мире деятельность пенсионных фондов, связанная с установлением контроля над предприятиями, строго регламентируется, лимитируется или запрещается. В будущем

такого рода вложения должны быть в фокусе дискуссии о путях развития фондов второго уровня.

Вопрос о вложениях в акции требует дополнительного прояснения именно потому, что среди всех инструментов рынка это один из самых рискованных, особенно в странах с переходной экономикой. В британских фондах вложения в акции преобладают, но на развитых финансовых рынках отбор акций достаточно строг и в общем случае предполагает получение значительного дивидендного дохода. Теория в принципе уравнивает прирост капитальной стоимости и дивиденды как способ вознаграждения акционеров в долгосрочном плане. Однако это справедливо для частного акционера, максимизирующего свой доход при данных рисках на сравнительно эффективном рынке развитых стран. Несколько иная ситуация для пенсионных фондов, в которых обязательства настолько далеко отстоят по времени от взносов, что текущая доходность и долгосрочный риск требуют более осторожной трактовки. Наконец, главное отличие ситуации в России от стран с развитой экономикой — недостаток информации о ведущих российских компаниях, не говоря уже о «втором» и «третьем» эшелонах, различия в требованиях к устойчивости курса и выплат дивидендов. Конечно, на начальном этапе создания рынка в общем выгодно приобретение акций российских предприятий, радикально недооцененных в ходе приватизации. Извлечение прироста стоимости российских акций на начальном этапе реформ — увлекательная, но рискованная в долгосрочном плане игра, а пенсионные фонды по своему характеру — самое неудачное место для спекулятивных игр. Однако в отношении большинства современных предприятий нет уверенности в том, что они выживут до 2010 г., выжившие дадут достаточный суммарный доход (выплаты плюс курсовая разница) и что интересы меньшинства будут соблюдены (при дополнительных выпусках акций или слияниях компаний). При прочих равных условиях целесообразно ввести ограничения для вложений в акции только теми из них, которые демонстрируют устойчивые выплаты дивидендов. Пенсионные фонды не могут выполнять свои обязательства перед пенсионерами на базе ожиданий курсового выигрыша.

Самостоятельное значение имеет определение регулирующего органа, принимающего решения о вложениях пенсионных

фондов в тот или иной инструмент или бумаги конкретного эмитента. В таком случае важно избежать создания бесконтрольного звена, которое было бы подвержено лоббистскому воздействию. Практическое решение может состоять во введении процедур и критериев отбора ценных бумаг, а также решении организации, представляющей инвесторов и мотивированное разрешение государственного регулирующего органа («формула двух ключей»). Пока, к сожалению, трудно доверить эту роль кому бы то ни было одному. Многое будет зависеть от налоговой системы и обложения фиксированных процентных доходов, дивидендов в противоположность обложению прироста курсовой стоимости. В целом пенсионные фонды второго уровня могли бы иметь специальные льготы для ускорения накопления капитала, не связанные с поощрением спекулятивных рисков.

Упущенная возможность приватизации

В ходе российской приватизации имелась одна возможность, которая никогда всерьез не рассматривалась — это передача части акций ведущих предприятий пенсионным фондам второго уровня. Такое решение создало бы солидного институционального инвестора, который благодаря диверсификации портфеля был бы лишен возможности контролировать предприятия. Пенсионеры получили бы опосредственно собственность и дивиденды с ведущих российских предприятий. В то же время пенсионные фонды как группа финансовых институтов была бы значительным инвестором и оказывала бы существенное воздействие на советы директоров для обеспечения интересов меньшинства. Такое решение не было принято в силу сложившихся коммерческих интересов, политических трудностей такого решения и отставания формирования фондов от процессов приватизации. Однако оно имело бы не только экономические, но и политические достоинства как способ передачи части общественного капитала тем, кто его создавал, но не получил особенно много при приватизации. Если такая возможность еще не упущена — самое время проанализировать перспективы и процедуры данного подхода для остатков госпакетов (стараясь, видимо, не нарушать сложившегося контроля).

Вряд ли необходимо широко обсуждать вопрос о вложениях в недвижимость и непосредственно в коммерческие проекты без гарантий. Оба типа вложений сопряжены с большим риском. В Англии с устоявшимися правовыми отношениями в этой области доход от приобретения доходных городских участков,

других объектов (франчайзинг и т.п.) имеет смысл. В России это направление может быть отнесено к третьему этапу после 2010 г., во всяком случае, в значительных масштабах и с обеспечением. Налаживание системы закладных позволит более активно работать в данной сфере, хотя трансакционные издержки реализации недвижимости (в случае банкротства займа) очень велики и лежат далеко в стороне от основного направления вложений пенсионных фондов. Достаточно трудно, например, проводить выселение пенсионеров по закладной в пользу пенсионных фондов. Пул пенсионных фондов, наверное, мог бы брать некоторую долю в проектном финансировании тех или иных инфраструктурных объектов с солидными партнерами, но детализация таких возможностей выходит за рамки данной работы.

Чрезвычайно важен вопрос, касающийся возможности вложений в активы за границей. Каждая страна испытывает достаточно большие сложности в решении этого вопроса на начальном этапе пенсионной реформы. Угроза ухода средств в целях финансирования «чужого» бюджетного дефицита достаточно велика, равно как и угроза банкротств зарубежных институтов. Осторожность здесь совершенно необходима. Для бумаг с фиксированным доходом история таких вложений в мире известна — японские, английские и голландские пенсионные фонды в 1980-е годы вложили огромные средства в американские государственные бумаги. Английские фонды держат 20% и более в «заморских» активах.

В российских условиях можно ожидать значительного политического сопротивления вложениям в заграничные активы. Тем не менее, некоторый объем таких вложений вполне допустим для обеспечения уверенности пенсионеров в надежности своих фондов, увязки управления активами с мировым рынком. Рисковая премия еще длительное время будет делать вложения в российские бумаги более выгодными по сравнению с государственными бумагами развитых стран, а вложения в рискованные бумаги, скажем, в латиноамериканские, стоит ограничить в любом случае. То же самое относится и к вложениям в зарубежные акции. Пенсионные фонды должны избегать рисков или всякого участия в борьбе за контроль внутри страны, но постепенное открытие возможностей вкладывать в надежные активы с переменным

доходом за рубежом может создать необходимую атмосферу конкуренции на российском рынке. Российские компании могли бы получить дополнительный стимул к качественному управлению, транспарентности счетов, если бы к этому подталкивали правила вложений пенсионных фондов.

Прогноз структуры портфеля пенсионных фондов — важный фактор расчета доходности фондов, роста их капитала, доходов и возможностей выплат пенсионерам в будущем. Одновременно это прогноз эффективности развития частного бизнеса в будущем. «Скажите мне вашу норму прибыли на финансовые активы, и я вам скажу темпы экономического роста и масштабы притока капитала!» — эта формула имеет прямое отношение к созданию адекватной институциональной базы пенсионной реформы в виде частных накопительных фондов.

При ориентации на курсы акций НПФ могут столкнуться с проблемой огромных перепадов в доходности акций, возникают невольные сомнения относительно разумности вложения пенсионных сбережений в инструменты, подверженные таким заметным колебаниям. Колебания индекса доходности НПФ в значительной степени определяются динамикой курса акций. В долгосрочной перспективе это повышает требования к диверсификации активов, включая акции. Внешний шок обусловил падение прироста курса акций к концу 1997 г. почти до такого же уровня, какой был получен по ГКО. Но и госбумаги были невероятно выгодны еще в 1996 г., и ситуация уже вряд ли повторится.

Таблица 3.4

Вариация доходности различных финансовых инструментов в России в 1996–97 гг.

Показатель-инструмент	ГКО	Акции РТС	Депозиты	Индекс НПФ
Статистическое отклонение	3,616	14,435	0,882	6,188
Вариация	24,38	326,894	1,043	69,756

Примечание: месячные изменения или уровень в %.

Каков же приблизительно мог бы быть коридор доходности тех инструментов, в которые может быть разрешено инвестировать негосударственным пенсионным фондам? Это важно знать, в частности, для того, чтобы прогнозировать доходность НПФ

и дополнительный доход, который могли бы получить пенсионеры от производительного использования активов фондов. Видимо, он определяется различием между надежными зарубежными активами и относительно малорискованными национальными активами.

Расходы негосударственных пенсионных фондов

Доходность НПФ определяется как доходность портфеля за вычетом расходов на содержание самих фондов. Расходы нынешних пенсионных фондов «на себя» достаточно высоки. Они отражают как стоимость создания материальной инфраструктуры, так и подготовку кадров. Принципиально важно при создании фондов второго уровня выдержать тендерный подход к приобретению оборудования и услуг, обеспечить высококлассное, но стандартное оборудование и программное обеспечение. Не секрет, что российские коммерческие банки задали тон престижному строительству, благотворительности, различным материальным благам для персонала, созданию охраны, которые повысили стоимость кредита в стране. Применительно к пенсионным фондам, создаваемым на общественные средства, можно попытаться ввести стандарт достаточного оборудования и комфорта, избегая «излишеств», которые трудно оправдать для такого рода финансовых институтов. Пенсионеры должны быть уверены, что их средства надежно инвестируются, сохранны и не пущены даже на благие дела, которые далеки от их пенсий. В принципе НПФ могли бы работать в стандартных административных зданиях, сокращая расходы и вводя новый деловой стандарт. Административные расходы после первых лет инвестирования должны быть меньше обычных 2–3% от объема активов. Поэтому, в частности, важно сдерживать расходы фондов, иначе прирост стоимости активов окажется недостаточным. Зарубежная практика (Англия, Чили) свидетельствует о том, что при довольно простых ограничениях большинство фондов имеет весьма сходную структуру портфелей и, соответственно, норму дохода. В этой ситуации надо быть очень осторожным, чтобы не повторять чужих ошибок и избежать роста различных трансакционных издержек. Примером может служить избыточная конкуренция между фондами с дорогостоящей рекламой, направленная на переманивание клиентов. Будущие пенсионеры должны иметь право перехода, как способ своеобразного контроля над деятельностью фондов второго уровня. Общество в целом не заинтересовано в искусственном увеличении расходов на рекламу.

Нижний уровень доходности может быть оценен, прежде всего, исходя из доходности в промышленности. Однако в нынешних условиях развития России очень трудно подсчитать норму прибыли в промышленности и других отраслях. Экономический кризис, неплатежи, другие неблагоприятные факторы ведут к искажению реальной картины. Сегодня коридор доходности находится между американскими государственными бумагами (6–7%) и корпоративными облигациями (7–8%), которые являются распространенным объектом вложений иностранных, особенно голландских, японских, пенсионных фондов. При этом нужно отметить, что иностранные фонды, стремясь к диверсификации вложений, инвестируют в финансовые инструменты США, несмотря на снижение доходности. Фонды развитых стран (пенсионные — в наименьшей степени) в целях увеличения доходности инвестируют в относительно более рискованные активы развивающихся стран (при жестких ограничениях) в пределах нескольких процентов капитала. Российские НПФ могут в принципе получить сравнимую с российской доходность за рубежом, например, в Латинской Америке. Однако среднесрочный общий риск был бы не меньше, чем в России, а больше, поскольку появился бы еще и страновой компонент риска.

Естественно, высокая норма доходности финансовых инструментов в России в долгосрочном плане будет снижаться. Собственно говоря, предложение пенсионных средств должно само по себе стать фактором снижения уровня процентных ставок. Разумно ожидать постепенного понижения ставок до 12–15% в отличие от нынешних 26–29%. Сколько лет для этого потребуется и какие факторы развития финансовых рынков будут на это влиять, сейчас сказать практически невозможно. Важно только то, что требования по надежности элементов активов будут удерживать взвешенную прибыльность портфеля НПФ второго уровня ниже среднерыночного. Было бы авантюризмом и безответственностью перед пенсионерами требовать от фондов очень высокой доходности и ослаблять ради этого ограничения в отношении допустимых вложений и диверсификации.

Наконец, следует внимательно отнестись к вопросу о стоимости перехода на новую пенсионную систему. Расчеты доказывают необходимость дополнительных вложений бюджетных средств для того, чтобы продолжать расчеты по старой системе и форми-

ровать новые фонды. Речь может идти о нескольких процентах от ВВП, что является значительной величиной, и общество имеет право знать, как они могут быть использованы. По нашему мнению, средства, дополнительно переданные фондам, могли бы при определенных правилах рассматриваться как государственные инвестиции или способ стимулирования накопления при условии, что они будут вложены соответствующим образом. Важно, чтобы они не ушли на непроизводительные административные расходы и престижные проекты.

3.5. Снова на перепутье[1] (1999)

3.5.1. Динамика кризиса

Анализировать развитие кризиса в России в 1997–1998 гг. чрезвычайно сложно, поскольку объективные события и внезапные политические зигзаги переплетались весьма сложным и непредсказуемым образом. Все участники процесса действовали по-своему рационально, но их цели и принципы принятия решений резко различались. Хотя в каждый конкретный период времени динамика ведущих экономических показателей не совпадала, а экономические агенты демонстрировали не обязательно сходное поведение, в целом, год перед кризисом поддается разумной периодизации.

Осень 1997 г. до внешнего удара по российским рынкам (28 октября) была периодом надежд на переход к подъему. МФО были вполне довольны российской кредитно-денежной политикой, подталкивали к дальнейшей либерализации финансовых рынков. Налоговые проблемы были серьезными, но еще не критическими. Изменение фундаментальных условий и представлений о рисках на мировых финансовых рынках осталось незамеченным в России. Правительство и частные компании и банки по инерции занимали под относительно низкие проценты — столько, сколько давали. Остальной мир был занят острым кризисом в ЮВА. Отток капитала из России в относительно благополучном 1997 г. достиг рекордной величины.

Кризис в дальнейшем прошел через несколько стадий, которые отличались политической ситуацией, объективным состоянием российской экономики и поведением основных участников финансовых рынков и характером принимаемых решений. Поэтому стоит проследить, как складывалось поведение основных участников процесса на различных этапах пути к «17 августа». При этом можно выделить, по крайней мере, три основные группы участников хозяйственного процесса внутри страны: коммерческие банки, экспортная промышленность, правительство в широком смысле (мы не можем здесь разделить Минфин и ЦБ).

[1] *Григорьев Л.М.* Разделы 2–6 Главы 1 Обзора БЭА за 1998 год. С. 13–45.

Вне страны в этой драме активно участвовали международные финансовые организации и инвесторы, которые вложили чуть ли не 30 млрд долл. в ГКО и открыли значительные кредитные линии нашим банкам.

Начальная стадия российского кризиса охватила две волны кризиса на финансовых рынках с конца октября (см. табл. 3.5) и до конца марта 1998 г. В этот период экономика перешла от подъема к стагнации. Сохранялась общая антиинфляционная направленность макроэкономической политики правительства В.Черномырдина. Поддержка рубля и рынка ГКО в ноябре стоила весьма дорого — сократившиеся валютные резервы ЦБ в течение последующих полутора лет уже не вернутся к уровню октября 1997 г. Уход инвесторов из нескольких стран с рынка ГКО в ноябре выглядел неприятно, но был как бы частью событий внешнего мира. В этот момент было принято решение продолжать либерализацию рынка ГКО и снять ограничения на вывод средств нерезидентов с рынка ГКО с 1 января 1998 г.[1] Инвесторов ждали назад в 1998 г. после фиксации прибылей за 1997 г., но вернулась только часть из них.

Попытки поднять вопрос о переходе к плавающему курсу рубля, как показывает мемуарная литература, не были успешными. В тот момент казалось, что бурный рост уже «за углом», и до него осталось продержаться совсем чуть-чуть. Новые договоренности с МВФ по программе на 1998 г., казалось, гарантировали продолжение реформ, и финансовый кризис таких масштабов, какие уже наблюдались в других странах, в общем, не стоял на повестке дня как нечто, что может случиться в России. В этом периоде ЦБ уже не хеджировал валютные риски коммерческих банков.

С января 1998 г. плохие экономические новости существенно уменьшили надежды на подъем даже у оптимистов. В стране, столь зависимой от экспорта сырья, возможен экономический рост и при низких ценах на нефть и металлы. Но вряд ли он возможен при таком резком падении цен, которое происходило с начала 1998 г. под влиянием кризиса в других странах. Промышленное производство в новом году начало сползать вниз, ускорилось

[1] Сейчас даже сторонники широкой либерализации признают поспешность этой меры. См.: Российская экономика в 1998 году. Тенденции и перспективы. М.: ИЭПП, 1999. С. 10.

накопление неплатежей. Вторая волна финансового кризиса в январе–феврале была списана на спекулянтов, своих и чужих. Она стоила не так много, как первая, и еще оставляла надежду на то, что ЦБ в состоянии защитить рубль.

Таблица 3.5

Показатели финансового кризиса 1997–1998 гг.

Показатель	**Индекс РТС**		**Средневзвешенная доходность ГКО**		**Валютный курс**	
	(01.09.95=100)		(%)		(руб./долл.)	
	1 волна					
Начало	22.10.97	550,4	24.10.97	18,2	22.10.97	5878
Конец	02.12.97	320,4	02.12.97	46,0	02.12.97	5921
Изменение		–41,8%		27,8		0,7%
	2 волна					
Начало	05.01.98	411,6	09.01.98	29,0	05.01.98	5,960
Конец	29.01.98	265,9	30.01.98	45,6	30.01.98	6,025
Изменение		–35,4%		16,6		1,1%
	3 волна					
Начало	05.05.98	315,2	05.05.98	31,2	05.05.98	6,134
Конец	01.06.98	171,7	28.05.98	68,6	28.05.98	6,162
Изменение		–45,5%		37,4		0,5%
	4 волна					
Начало	20.07.98	193,0	31.07.98	58,7	22.07.98	6,226
Конец	30.09.98	44,0	14.08.98	162,5	09.09.98	20,825
Изменение		–77,2%		103,8		234,5%

Правительство всю зиму было занято обычной борьбой с Думой по бюджету 1998 г. и Налоговому кодексу — политические факторы в тот период еще не играли самостоятельной роли в финансовой дестабилизации. Это помогало также создать иллюзию стабильности. Правительство продолжало наблюдать за кризисными событиями за рубежом как за отдаленными неприятностями, которые лишь стороной касались экономики страны. Важным новым фактором стало формирование, условно

говоря, «партии экспортеров», открыто заинтересованных в девальвации.

Скрытый кризис — период апреля–июня. Он отличался тем, что и нефтяные цены падали, и внутреннее производство стало сокращаться быстрее, тогда как Правительство и Дума оказались заняты борьбой друг с другом. Правительство С.Кириенко пыталось обратиться к финансовым проблемам предприятий, но быстрого потока решений не получилось, поскольку нового комплекса идей не было наработано. Третья волна падения курса акций в мае, повышение ставки рефинансирования, нарастание заимствования за рубежом по растущим ценам — все это может рассматриваться уже как активное втягивание в кризис. Российские банки понемногу уходят в этот период с рынка ГКО и уже испытывают проблемы с ликвидностью. К лету многие из них поднимают депозитные ставки до уровня 45–50%, что является уже явным симптомом трудностей и становится ловушкой для «новых рантье». К середине июня уже не Минфин, а ЦБ выкупает ГКО, доходность которых быстро растет. И уже нет возможности разместить новые выпуски по приемлемым ценам. Вывоз капитала и бегство от рубля ускоряются.

Основной ответ правительства — попытка выработать новую экономическую программу, чтобы получить еще примерно десять миллиардов долларов от МФО. Но логика оставалась прежней: жесткая кредитно-денежная политика, которая проводилась уже в условиях быстрого падения реального объема денежной массы (М2), поскольку экономика с июня, видимо, уже начала работать в кризисном режиме.

Открытая фаза (июль–август 1998 г.) представляла собой процесс развертывания кризиса, в котором объективные и субъективные факторы, групповые интересы оказались перемешенными. В стране ни у кого не было опыта жизни в условиях масштабного финансового кризиса рыночной экономики, не было проработанных запасных вариантов действий. Низкие цены на нефть и обвальное падение ВВП и промышленного производства в июле не оставляли надежды на то, что кризис «рассосется» сам собой.

Первые признаки поиска новых экстраординарных решений появились только в середине июля. Практические шаги выразились в свопах ГКО на евробонды, новом соглашении с МВФ

и новых займах у МФО. Одновременно Дума из политических соображений не поддержала новую программу Правительства. Заметим, что речь о предотвращении краха аналогичного тому, что случился в странах ЮВА, открыто не шла. Меры новой программы не только должны были пройти через Думу, но и требовали времени и огромных усилий на реализацию. Сомнительно, что они могли предотвратить кризис, а просто оттягивать его за счет новых заимствований было уже не слишком рационально. Но при продолжающейся поддержке ЦБР курса рубля в узком коридоре и параллельном уходе инвесторов из ГКО, с немедленной конвертацией в валюту, шансов на предотвращение краха было мало. В любом случае в обстановке лета 1998 г. ожидать внезапного притока большой массы частного капитала в Россию или масштабной международной помощи было наивно.

Кризис разразился не столько из-за ухода иностранных институциональных инвесторов с рынка ГКО (многие досидели до конца), а в связи с тем, что домашние инвесторы отказали в доверии рублю. Банковская система к началу августа быстро теряла способность проводить платежи, в частности и особенности налоговые, оставив Минфин без кассовых поступлений. Падение курса российских бумаг загнало в угол банки, которые занимали на Западе под облигации. Начались продажи ценных бумаг банками, с тем чтобы пополнить залоги под кредитные линии. Минфин к началу августа быстро терял способность обеспечить даже текущие расходы бюджета. В пятницу 14 августа выяснилось, что некоторые ведущие банки не могут выполнить форвардные контракты на поставку валюты. В течение двух суток было найдено решение «17 августа», которое охватывало валютную политику, дефолт по ГКО и мораторий на частные долги, и перевело кризис в завершающую стадию.

Путаница со сроками объявления схемы реструктурирования ГКО, неясность с самой схемой внутри Правительства, дебаты по легальности моратория затянули период неопределенности. Стихийная девальвация втрое за несколько недель при параличе платежной системы — это именно тот кошмар, который угрожал стабильности экономики в целом. Страна в августе-сентябре 1998 г. прошла, возможно, через большие угрозы, чем фактически осознала.

3.5.2. Российский кризис — глобальный контекст

Историки еще будут искать причины слепоты политиков и финансистов, проглядевших в конце XX века новые угрозы экономической и политической стабильности в мире. Финансовый кризис 1997–1998 гг. поставил мировую экономику на грань спада, а его масштаб в развивающихся и переходных странах и механизм распространения оказались непредугаданными. Еще несколько лет назад казалось, что наиболее тяжелые потрясения уходящего века позади, человечество стало мудрее, политики примирились с невозможностью создания «своего» идеального мира, а жители планеты могут рассчитывать на снижение нищеты и неравенства. И вдруг снова спад в половине мира, политические потрясения, финансовые катастрофы в России и ряде других стран. Хотя непосредственная угроза мировой депрессии, видимо, все же миновала, XX век заканчивается без фанфар.

Естественный аналог в истории — крах 1929 г. на финансовых рынках США и Европы и Великая депрессия — сравнимы с трансформационным кризисом в бывшем СССР и особенно в России по глубине, но не по длительности. Девальвации и торговые войны сыграли тогда свою роль в переносе кризисов на более позднее время. Аналоги недавней истории развивающихся стран, в которых долговые кризисы, биржевые крахи или резкие колебания экспортных цен вызывали тяжелейшие финансово-экономические потрясения (например, Мексика в 1984 г. и 1994 г.) носили локальный характер.

Современный финансовый кризис, который идет с весны 1997 г. (Чехия и Таиланд), в 1997–1998 гг. охватил Юго-Восточную Азию, а в 1998–1999 гг. — Латинскую Америку. Он отличается тем, что прервал фазу роста у многих стран, сократив возможности притока капитала и роста в развивающихся и переходных странах на два–три года. Попытки защиты курсов национальных валют, массовые панические перемещения краткосрочных капиталов и развал национальных банковских систем послужили передаточным механизмом кризиса. Он нанес тяжелый удар как по странам с историей быстрого и, на первый взгляд, сбалансированного роста («азиатским тиграм»), так и латиноамерикан-

ским государствам с тяжелой историей чередования инфляции и макростабилизации. Приток частного долгосрочного капитала в развивающиеся страны упал с уровня порядка 75 млрд долл. в квартал во второй половине 1997 г. до 33 млрд долл. в III квартале 1998 г.

Четверть века прошло после энергетических шоков в развитых странах, их экономическая независимость от колебаний импортных цен стала фактом. Подъем экономики развитых стран, устойчивость их экономической политики в рамках общепринятых норм — ограничение бюджетных дефицитов и инфляции, развитая система конкуренции — создали иллюзию глобальной устойчивости в середине 1990-х годов. Остальной мир явно не «поспел» за ними в своей внутренней трансформации, и при накоплении внутреннего напряжения дал трещину. С определенной степенью условности конец процветания в ЮВА, кризисы в Латинской Америке и СНГ можно рассматривать как кризисы неравномерно формирующегося среднеразвитого капитализма, который оказался несколько «мелким» для операций финансовых гулливеров. Слабость отношений собственности, незрелость конкуренции и небольшие масштабы внутреннего накопления капитала невозможно компенсировать контролем бюджетов и эмиссии. С учетом колебаний мировых цен на сырьевые товары, развивающийся мир ныне переживает кризисы, характерные для европейского и североамериканского капитализма периода до Второй мировой войны.

Развитые страны также пострадали от текущего кризиса, поскольку сужение рынков и потери на финансовых рынках развивающихся стран ограничивают возможности экономического роста (см. рис. 3.3). Одна из основных причин этого заключается в том, что сложившаяся система международного финансового регулирования достигла значительного прогресса применительно к развитым рыночным экономикам, но не смогла охватить системой такого же качества новые и более слабые рыночные экономики. Ресурсы международных финансовых организаций, их резервы рассчитаны на один-два крупных кризиса, но не на 5–7 крупных стран, находящихся одновременно в тяжелом финансовом состоянии и требующих помощи: Южная Корея, Индонезия, Таиланд, Малайзия, Россия, Аргентина, Бразилия. Кроме того,

Япония испытывает первый спад за четверть века и нуждается в серьезной реконструкции своего финансового сектора. Китай также столкнулся с определенными финансовыми трудностями, особенно в банковской и финансовой системе, и спадом в темпах роста.

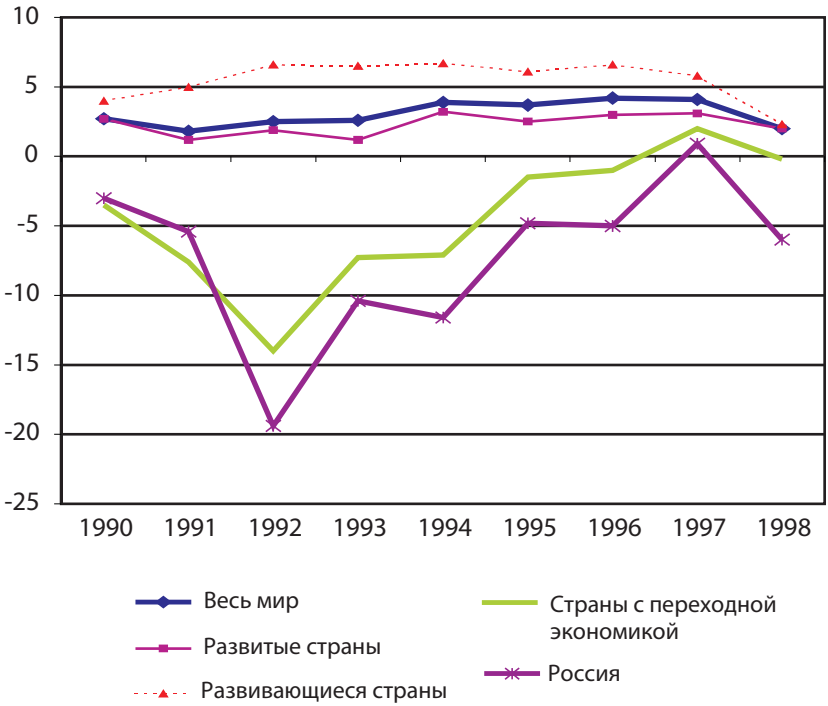

Рис. 3.3. **Темпы прироста объема реального ВВП в мире (%)**

Экономический рост сохраняется в Западной Европе, как и в США, куда устремился «панический отток» капиталов со всего мира, сбивая ставки и создавая условия для инвестиций. Развитая часть мира не движется, как опасались одно время, к новой депрессии, но в 1998–1999 гг. ежегодный прирост мирового реального ВВП составит менее 2%, а торговли — менее 6%. Девальвация валют создала условия для экспорта из развивающихся стран, но ее эффект скажется не сразу.

Одной из особенностей современной глобализации финансовых рынков стало учащение финансовых шоков. Перетоки

краткосрочного финансового капитала оказываются благодеянием на один день и несчастьем на другой. Спекулятивные бумы на финансовых рынках, ресурсы банковской системы и стабильность валют (особенно при защите фиксированных курсов) оказались связаны с движением международного краткосрочного капитала. На этом фоне паническое («стадное») поведение международных инвесторов, оперирующих капиталами, сопоставимыми с национальными бюджетами и превышающими ликвидность национальных банковских систем, создавало неустойчивость, которая должна неизбежно взрываться кризисами.

Тем не менее, глубинные причины финансовых крахов в странах с развивающимися рынками лежат внутри этих стран. Создание, например, в странах ЮВА ряда отраслей промышленности и услуг, включение национальных хозяйств в глобальную экономику в сфере движения товаров и информации, рабочей силы, создали условия для общего экономического роста в регионе в 1980-е–1990-е годы. Но рост ВВП на душу населения не делает страну развитой и стабильной, защищенной от внешних воздействий: неравномерность развития экономики, слабость национального финансового сектора, бюджетные дефициты свойственны большинству стран, — Россия здесь не исключение. Почти для всех них характерны бумы вложений в недвижимость или в престижные объекты без развития адекватной национальной базы долгосрочных сбережений. В России последних лет спекулятивный бум такого рода был в большой степени «заменен» бегством капиталов на уровне нескольких процентов ВВП ежегодно — величина близкая к несобранным налогам и недостающим ресурсам для социальных расходов и государственных инвестиций в инфраструктуру.

Международные инвестиционные банкиры подчиняются единой внутренней логике бизнеса, требующей уравновешивания риска и доходности. По мере развития финансового кризиса в мире аналитики крупных международных инвестиционных банков принимали схожие решения. Их нельзя обвинять в бессердечности — таковы правила движения капитала, принятые в мире развитых финансовых рынков. Развивающиеся и переходные страны могут или принять эти правила игры, или не брать в долг.

Выпускники одних и тех же университетов, по сходным теориям, на одинаковых компьютерах и используя одну информацию (весьма ограниченную) анализировали риски (видимо, не те риски) вложений в развивающихся рынках. Неудивительно, что они приходили к сходным инвестиционным решениям, пересматривая свои портфели. При этом действительная степень рискованности российских инструментов не была понята внешними инвесторами до самого последнего момента.

Внутренние слабости экономики развивающихся стран обусловливают катастрофический характер изменений в направлении потоков международных капиталов. Необходимость реформ мировой финансовой архитектуры становится все более очевидной. Нынешние международные финансовые институты не в состоянии решать проблему предотвращения масштабных системных кризисов. Неизбежна та или иная адаптация международной финансовой системы (и ее архитектуры) к новому «уровню недоверия» инвесторов к развивающимся рынкам, а также к способности МФО реально решать экономические проблемы. Недаром на Западе возобновилась дискуссия о том, в какой момент рационально либерализировать капитальные счета, особенно в странах со слабой национальной банковской системой с тем, чтобы не подвергнуть ее риску внезапного оттока капитала.

Российский кризис может и должен рассматриваться в глобальном контексте. Неизбежная интеграция экономики страны в мировую экономическую систему зашла настолько далеко, что привела к появлению массы каналов воздействия извне на развитие экономики России. Одновременное развитие (особенно кризисы) в российской экономике стало существенно воздействовать на остальной мир. В процессе развития финансового кризиса в России в конце 1997 г. отчетливо проявились закономерности, присущие формирующимся рынкам, проявляющиеся в тесной взаимосвязи процессов, происходящих на этих рынках. Кризис в Азии, с одной стороны, резко сократил готовность инвесторов к каким бы то ни было рискованным вложениям, а с другой стороны, привлек их внимание к рискам, присущим вложениям в странах с формирующимися рынками.

Проблема ликвидности, испытываемая инвесторами в результате кризиса на каком-либо рынке, вынуждает их продавать часть своих активов. Так, паевые фонды открытого типа должны выплачивать деньги уходящим вкладчикам. Многие из таких фондов были созданы исключительно для вложений в формирующиеся рынки или рынки определенного региона и соответственно могут продавать только эти активы для обеспечения необходимых выплат. Инвесторы, заключившие сделку РЕПО или фьючерсный контракт по ценным бумагам или валюте, обязаны уплатить страховой взнос при падении цен. Прежде всего вышеописанные механизмы приводят к ускорению падения цен на рынке, испытывающем кризис, так как значительная часть вынужденных продаж осуществляется именно там. В случае невнесения страховой маржи в срок согласно контракту, позиция инвестора ликвидируется. Однако низкая ликвидность рынка во время кризиса и нежелание инвесторов фиксировать убытки побуждает их осуществлять часть продаж на сопредельных рынках.

Даже если инвесторы, понесшие потери в результате кризиса на каком-либо рынке, не испытывают острой нехватки в деньгах, система управления рисками, обязательная для использования западными инвестиционными и коммерческими банками, предполагает, что возможное сокращение прибыльности должно компенсироваться меньшей рискованностью активов. Так как вложения в формирующиеся рынки относятся к категории высокого риска, лимит на них автоматически сокращается. Желание уменьшить рискованность портфеля может также быть вызвано ожиданиями будущей нестабильности в мировой финансовой системе, вызванными кризисом в одной из стран.

Потери иностранных инвесторов и банков в России в 1998 г. точно оценить трудно. Видимо, это все-таки не десятки миллиардов долларов, как считают журналисты, но все же вполне значительные и осязаемые величины (см. табл. 3.6), чтобы о них долго помнить. Существенные убытки также понесли инвестиционные фонды. Наиболее ощутимы потери были для инвестиционных фондов, специализировавшихся на вложениях в России и СНГ. В таблице 3.7 приведена информация о наиболее крупных из них. Ряд фондов, включая ветерана российского рынка «The Templeton Russia Fund», прекратили в 1998 г. операции с вкладчиками.

Таблица 3.6

Оценка потерь западных банков, связанных с Россией, в 1998 г.

Bank of America	Потери в $ 220 млн за июль–август 1998 г., в основном, в России
Bankers Trust	Потери в $ 260 млн за июль–август 1998 г. от инвестиций в России
Chase Manhattan	Потери в $ 200 млн от инвестиций в России сократили чистый доход от инвестиционных операций за июль–август до $ 160 млн
Citicorp	Чистый доход за III квартал сократился на $ 200 млн в связи с убытками от инвестиций в России
CS First Boston	Потери в $ 250 млн от инвестиций в российские долговые обязательства, общие потери более $ 800 млн
JP Morgan	Общая сумма активов в России $ 160 млн, потери не сообщаются
Morgan Stanley	Потери в $ 110 млн за июль–август 1998 г. от инвестиций на формирующихся рынках, включая Россию
Nomura Securities	Потери в $ 350 млн за январь–август 1998 г. от инвестиций в России
Republic, New York	Потери в $ 110 млн за июль–август 1998 г. от инвестиций в России свели к нулю чистый доход за III квартал.
Salomon Smith Barney	Потери от инвестиций в России в $ 360 млн с начала года, включая чистые потери в $ 150 млн за июль–август

Источник: Russia turmoil hits banks // CNN financial network. 03.09.1998.

Таблица 3.7

Активы крупнейших фондов, специализирующихся на вложениях в акции в России и СНГ

Название	Сумма активов на 1.1.99 г., млн долл.	Изменение активов за 1998 г., %
The Hermitage	170,3	–88,6
Brunswick Russian Growth	126,1	–83,2
The Hermitage II	57,6	–88,6
Brunswick Russian Emg Equity Trust	26,6	–80,5
Rurik Investment	25,7	–77,2
Russian Prosperity	25,2	–86,1
Clariden Russia Equity	11,1	–84,2
Magnum Russia	9,0	–61,2

Источник: Данные Micropal Group Ltd.

Кризис в России способствовал банкротству пяти хедж-фондов, использовавших в большом объеме заемные средства (High Risk Opportunities Fund LTD, High Risk Opportunities Fund LP, McGinnis Partners Focus Fund, McGinnis Global Fund и Russia Value Fund)[1]. События в России сыграли не последнюю роль также и в фактическом банкротстве одного из крупнейших хедж-фондов — компании Long Term Capital Management, основанной нобелевскими лауреатами Р.Мертоном и М.Шолсом. Власти США восприняли это событие как угрозу для всей финансовой системы страны и фактически пошли на выкуп данного фонда[2]. В апреле 1999 г. в США появились законодательные предложения по более жесткому регулированию хедж-фондов.

Банки и фонды спишут свои потери в России, но уровень российского риска останется важным фактором для следующего поколения студентов и инвестиционных банкиров. Кризис, произошедший в какой-либо конкретной стране, позволяет инвесторам сделать выводы об устойчивости стран со сходными макроэкономическими и структурными показателями и о различных инвестиционных рисках. Так, падение тайского бата продемонстрировало опасность краткосрочных займов, деноминированных в иностранной валюте, и слабость банковской системы. События, происходящие во время кризиса, особенно какие-либо неординарные действия, принимаемые правительством страны, могут быть восприняты как важный прецедент, повышающий вероятность повторения этих событий в другой стране.

Разумеется, все национальные финансовые системы и кризисы имеют свою специфику, но важно отметить, что российский кризис выглядит вполне «нормально» в цепочке развития мирового финансового кризиса. Российская экономика существенно пострадала в результате кризиса в ЮВА в 1997 г., когда произошел пересмотр фундаментальных представлений о рисках. В свою очередь «17 августа» привело к новому радикальному пересмотру инвесторами своих представлений о рискованности финансовых инструментов стран с развивающимися рынками. Это вызвало новый отток капиталов из этих стран. Так, неожиданно Россия

[1] Hedge Funds Win and Lose // CNN Financial Network. 16.09.1998.

[2] IMF World Economic Outlook (WEO). Financial Turbulence and the World Economy. October 1998. P. 136.

сыграла роль передаточного механизма кризиса из ЮВА в страны Латинской Америки, особенно в Аргентину и Бразилию, значение которых для стабильности континента и экономики США весьма значительно[1]. Борьба с финансовым «заражением» осенью 1998 и в первые месяцы 1999 г. состояла в попытках найти способ остановить распространение эффекта «домино» на Бразилию путем сочетания жесткого сокращения государственных расходов и повышения доходов (обычный рецепт МВФ) с упреждающим переходом к плавающему курсу валюты (уроки российского «17 августа»).

Кризисы последних лет показали также важность демократии, ограничения правительственной коррупции, опасность преобладания кланов в контроле национальных политических и финансовых институтов, приводящих к серьезному конфликту интересов государства и кланов. Последние сыграли во многих странах заметную отрицательную роль в развитии и решении кризисов: первыми получая информацию о состоянии государственных финансов и намечаемых решениях, кланы автоматически действовали в своих интересах. В большинстве стран это особенно отчетливо проявилось в вывозе капиталов и бегстве от национальной валюты, разрушавших доверие к рынкам страны, но позволявшим сохранить часть ресурсов группы. Бегство капиталов национальных финансово-политических элит обычно опережало даже действия иностранных инвесторов, которые часто именно по этому признаку и узнавали о надвигающемся крахе.

Очередной мировой подъем может произойти тогда, когда восстановится рост в Японии и ЮВА, Латинской Америке. Только тогда можно ожидать роста экспортных цен на сырьевые товары и увеличения экспорта прямых капитальных инвестиций. Россия не смогла присоединиться к мировому подъему середины 1990-х годов. Ближайшая надежда состоит в том, что Россия будет готова к тому, чтобы присоединиться к экономическому подъему примерно в конце 2000–2001 гг. При удаче с реструктурированием внешних долгов в этот период может начаться

[1] Доля экспорта США в Аргентину, Бразилию и Мексику составляет примерно 13%, почти столько же составляли кредиты американских банков в этих странах в 1997 г. в процентах от их капитала.

и возврат инвесторов в страну. Поэтому реформы должны продолжаться, чтобы экономический подъем в России в XXI веке шел на новой основе нормального рынка со здоровыми финансовыми институтами.

3.5.3. Долги надолго

Проблема внешней долговой зависимости России в долгосрочном плане стала центральной в кругу тех проблем, которые обременяют экономику страны. Это касается, прежде всего, федерального правительства, намеренного предотвратить суверенный дефолт, от которого с трудом удалось уйти в начале 1990-х годов. Задолженность банковской системы, значительные взаимные внутренние долги, угроза растущей региональной задолженности создали комплекс проблем, который придется решать достаточно долго. Надо быть готовым и к тому, что всякое улучшение экономической ситуации в XXI веке в стране будет означать необходимость платить больше по старым долгам.

Относительная политическая устойчивость 1996–1998 гг., покрытие бюджетного дефицита, некоторое оживление в экономике в 1997 г. базировались на притоке больших объемов частного портфельного капитала на рынок ГКО и прямых заимствованиях правительства у МФО и на еврорынке. Политика стимулирования притока внешних портфельных инвестиций не позволила сосредоточиться на создании нормального инвестиционного климата и ограничила внимание к более важным прямым иностранным вложениям. Инвестиционный процесс в стране сжался вполне в соответствии с законами рыночной экономики. Долговой кризис созрел очень быстро — всего за год–два.

Напомним, что суть заимствования, особенно за рубежом, заключается в эффективном использовании кредитных ресурсов. Можно занять дорого или дешево, но если средства используются на текущее государственное или личное потребление, а не на инвестиции, то ни отдачи, ни ресурсов для выплаты в дальнейшем не возникает. В этом принципиальная иррациональность всей долговой волны 1990-х годов: Российское государство, многие предприятия занимали средства прежде всего на покрытие текущего дефицита, а не дефицита капитальных ресурсов.

Стоит также напомнить, что массовое привлечение иностранного капитала в страну эффективно не только и не столько в случае

его дешевизны относительно внутренней цены капитала, в чем состояла логика его привлечения в 1996–1998 гг. Недостаточно сбить цену капитала внутри страны, чтобы стимулировать подъем — нужно еще обеспечить приток капитала в услуги, торговлю, промышленность. Инвестиционный климат для внутренних и внешних инвестиций не столь различны. Международный опыт это подтверждает: почти невозможно создать приток иностранных инвестиций при инвестиционном кризисе внутри страны. Исключение составляют крупные инфраструктурные проекты, масштабные инвестиции, которые во всем мире производятся с той или иной поддержкой государства. Наша страна нуждается в «культурном капитализме», а значит — в прямых иностранных инвестициях. А фактическая политика всех лет реформ была направлена на приток портфельного капитала, который пришел в относительно привычные по форме долговые инструменты, которые в дальнейшем оказались слишком рискованными. При этом страна пропустила гигантский бум роста вывоза прямого капитала из развитых стран, который пошел в страны Центральной и Восточной Европы, Китай.

Долговой айсберг, в который врезалась экономика России, формировался фантастически быстро. Закончив переговоры с Парижским клубом в 1994 г., Россия взяла на себя весь долг СССР всем странам в обмен на зарубежные активы. Одновременно Россия фактически потеряла возможность получения значительной части долгов из большинства стран, которым помогал СССР вооружениями и экономически, как по политическим причинам, так и в силу того, что эти страны сами находятся в тяжелом состоянии. Преждевременно судить о мудрости прежней стратегии в отношении советских долгов или о перспективах переговоров, тем более что это прежде всего сфера «большой политики», а далеко не только рациональной экономической логики. Заметим лишь, что по предыдущим соглашениям наибольшая нагрузка по выплате советских долгов приходилась на период после 2002 г., и тогда это, видимо, казалось очень далеко.

В известном смысле аналогичная ситуация сложилась в переговорах по Лондонскому клубу, законченных осенью 1997 г. Казалось, что плата частью наличными, частью облигациями по коммерческим долгам СССР будет происходить относительно умеренными порциями по несколько миллиардов долларов в год.

На фоне притока десятков миллиардов долларов портфельных средств и массовых инъекций МФО на реформы, такие выплаты выглядели вполне умеренно.

«Решив» проблемы старого советского долга, Правительство приступило к накоплению нового (см. табл. 3.8). Это было сделано по времени в два приема: в 1996–1997 гг. займы брались на макростабилизацию и снижение инфляции через неэмиссионное финансирование бюджетного дефицита; а с ноября 1997 по август 1998 г. федеральные заимствования шли на спасение макростабильности.

Таблица 3.8

Внешний долг государственного и частного сектора России (основная сумма без накопленных процентов, млрд долл., на конец года)

Показатель	1992	1993	1994	1995	1996	1997	июль 1998	1998
Государственный сектор	107,7	120,6	127,5	128,0	143,3	153,5	176,3	164,3
Долги бывшего СССР	104,9	103,7	108,6	103,0	100,8	91,4	91,8	93,6
Парижский клуб[1]	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	37,6	37,6	38,4
Лондонский клуб	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	28,2	28,7	29,7
Прочие долги	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	25,6	25,5	25,5
Долги РФ[2]	2,8	9,0	11,3	17,4	24,2	32,1	51,2	51,4
Кредиты МФО	1,0	3,5	5,4	11,4	15,3	18,7	26,2	26,0
Еврооблигации	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	4,5	15,8	16,0
Прочие долги[3]	1,8	5,5	5,9	6,0	7,9	8,9	9,2	9,4
Субъекты федерации и местные органы власти[4]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	2,2	2,4
Задолженность по инвестициям нерезидентов на рынке ГКО и ОФЗ[5]	0,0	0,0	0,0	0,0	7,2	17,6	20,0	5,8
Валютные облигации Минфина (ОВВЗ)[6]	0,0	7,9	7,6	7,6	11,1	11,1	11,1	11,1
Частный сектор[7]	4,5	4,3	4,9	6,3	11,3	54,0	61,9	46,9
Банковский сектор	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	40,3	39,1[8]	23,8[9]

Продолжение табл. 3.8

Показатель	1992	1993	1994	1995	1996	1997	июль 1998	1998
Нефинансовые предприятия[4]	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	13,7	22,8	23,1
В % к ВВП по текущему обменному курсу								
Государственный долг	235,2	87,7	74,1	38,6	37,2	36,4	41,2	129,4
Частный долг	9,8	3,1	2,8	1,9	2,9	12,8	14,5	36,9
Справочно:								
ВВП (млрд деном. руб.)	19,0	171,5	610,7	1540,5	2145,7	2521,9	2684,5	2684,5
Курс ММВБ (руб./долл.)	0,415	1,247	3,550	4,640	5,570	5,974	6,272	21,140

[1] Включая просроченную задолженность по выплате процентов.

[2] Без учета предоставленных суверенных гарантий по частным займам.

[3] Двусторонние соглашения и коммерческие кредиты.

[4] Некоторая часть обязательств, видимо, повторно учтена в разделе «Банковский сектор».

[5] По номиналу, по текущему обменному курсу.

[6] Приведены данные об объемах выпусков. В настоящее время нерезидентам принадлежит около 50% облигаций внутреннего валютного займа.

[7] Без учета внешних обязательств небанковских финансовых компаний, которые на конец 1998 г. оценивались в 0,35 млрд долл.

[8] По данным на 01.07.98 г.

[9] По данным на 01.10.98 г.

Ненадежность финансирования бюджетного дефицита с помощью евробондов и иностранных частных вложений во внутренние рублевые бумаги собственно и основана на том, что движение портфельных капиталов в мире подчиняется иным законам, нежели законы национальной макростабилизации. Видимая часть собственно российского государственного долга состоит в основном из долгов международных финансовых организаций (МФО), евробондов нового выпуска 1997–1998 гг. (включая «свопы» ГКО на бонды июля 1998 г.) и различных двусторонних соглашений (см. табл. 3.8). Кроме того, к государственному долгу относятся суверенные гарантии по частным займам, однако нам

неизвестен общий объем таких гарантий, выдававшихся от имени правительства.

Важным компонентом накопления государственных долгов в течение 1990-х годов, как видно из таблицы 3.8, было заимствование у международных финансовых организаций. Внимание российской прессы к МФО делает их демоническими силами, влияющими (в зависимости от политических взглядов авторов положительно или отрицательно) на судьбу российской экономики. Подробный анализ деятельности МФО в России еще впереди. Важно одно: они с энтузиазмом пришли в Россию в 1992 г., чтобы проводить те рыночные реформы, которые они знали и полагали полезными для России. Но при этом очень многое зависело от наших собственных решений в отношении того, когда, сколько и на что брать деньги. Позиция же самих МФО была весьма простой: как сформулировал в начале 1999 г. один высокопоставленный сотрудник МВФ, общее мнение в академических кругах Запада в начале 1990-х заключалось в том, что «реформаторам надо было давать много денег — возможно, это было ошибкой».

Вливания средств МВФ в наш федеральный бюджет имели целью способствовать макростабилизации в России, особенно после законодательного запрета ЦБ в соответствии с соглашением с МВФ прямо финансировать бюджет с 1995 г. Задолженность перед МВФ быстро выросла с примерно 4,2 млрд долл. в конце 1994 г. до 12,5 млрд долл. в конце 1996 г. В этот период сбор налогов оставался низким, как и уровень сбережений, поскольку в период выборов оказывать существенное давление на бизнес было затруднительно. Средства Фонда были чисто бюджетным финансированием, направленным на поддержку реформ в области бюджетной и кредитно-денежной политики (заметим, что по принятой МВФ методологии бюджетных расчетов, средства Фонда рассматриваются как внутреннее финансирование, кроме, разумеется, возврата средств, как в 1999 г.). Следующий взлет долга пришелся уже на 1998 г., когда займы пошли на отчаянную попытку спасти стабильность рубля и макроэкономики в целом. К сожалению, к 1998–1999 гг. истекли льготные три года по старым кредитам МФО, и с учетом процентов по всему долгу Россия обязана платить порядка 5 млрд долл. в 1999 г., что примерно равно последнему июльскому траншу МВФ 1998 г.

Всемирный банк и его организации играли более разнообразную роль в России, чем МВФ. По традиции Банк следует за Фондом в отношении макроэкономической политики в стране-заемщике. Но Банк является лидирующей организацией в мире, пытающейся продвигать рыночные реформы на институциональном уровне, структурные реформы по широкому кругу секторов и отраслей. На 1 марта 1999 г. Банк предоставил (то есть одобрил на Совете директоров) России чуть меньше 11 млрд долл. на структурные реформы, из которых реально получено (истрачено) более 6,5 млрд долл., при этом около 2,0 млрд долл. заморожено в ожидании выполнения российской стороной своих планов реформ, которые были пересмотрены и согласованы в основном в течение января–апреля 1999 г. По восьми бюджетнозамещающим займам Россия получила 4,4 млрд долл., остальные средства приходятся примерно на 30 других проектов в различных областях: от правовой реформы до покупки медицинского оборудования. Банк играл намного менее значительную роль в поддержке рубля в течение кризисного периода.

Средства по инвестиционным проектам Всемирного банка продолжали поступать в Россию и после кризиса. Существенно отметить, что для России это сейчас один из немногих источников заемных, особенно на инвестиционные нужды. Вместе с гарантийным агентством МАГИ и Международной финансовой корпорацией группа Всемирного банка играет значительную роль в долгосрочных инвестициях в странах-заемщиках и в частности в России. Сходную роль играет Лондонский Европейский банк реконструкции и развития, который предоставил России по множеству конкретных проектов примерно 3,3 млрд экю, из которых было фактически предоставлено 1,4 млрд экю. Конечно, это не слишком большие средства по масштабам нашей страны, но важные, поскольку они создают элементы нормального проектного финансирования и инвестирования, часто в кооперации с частными западными инвесторами. Эти деньги тоже надо будет отдавать, но есть надежда, что они окупятся.

Как видно из таблицы 3.8, активное накопление «новых» внешних долгов помимо кредитов МФО также началось с конца 1996 г., когда завершение президентских выборов, бум на рынке российских акций и допуск иностранных инвесторов на рынок ГКО создали общую благоприятную обстановку для заимство-

вания как государством, так и частным бизнесом. Россия и ее предприятия и банки стали получать так называемые «инвестиционные» оценки от мировых рейтинговых агентств. Общая обстановка подъема в мире сделала российский рынок привлекательным. Наши заемщики не замедлили этим воспользоваться.

Если говорить о размерах внешнего долга, то общий объем долговой нагрузки на бюджет и на экономику (ВВП) страны должен исчисляться в национальной валюте, поскольку должники, в общем, должны покупать валюту для выплаты долгов. Именно с этим связано обострение долговой проблемы для бюджета и коммерческих банков в 1998 г.: им сложно выплачивать валютные долги при четырехкратном падении номинального курса рубля и при том, что уровень номинальных рублевых доходов остался низким в силу кризиса и лишь двукратной инфляции. Долговая нагрузка в форме отношения накопленного объема долгов к объему ВВП отражает в большой степени и валютный курс. В этом аспекте низкий уровень нагрузки 1995–1997 гг. выглядит недооцененным при стабильном курсе рубля.

Фактически нагрузку надо считать в текущих потоках по обслуживанию долга к доходам должников (федеральное правительство, банк и проч.). В этом и заключается сложность долговых проблем: заимствование решает сиюминутные проблемы, когда денег дают в долг сегодня, а платить надо нескоро. Но при малейшем потрясении и риске все быстро меняется: оказывается, что платить надо завтра и в валюте, а рефинансировать долг невозможно.

Единственными, кто не успел напрямую набрать много в долг за границей, были региональные власти. В конце 1997 г. «в разработке» у инвестиционных банков было порядочно новых выпусков евробондов для регионов. Однако сложности получения разрешений (указ президента, как минимум) предотвратили массовые заимствования регионов с неизбежными банкротствами в нынешней ситуации. Правда, на самом деле регионы занимали у российских банков, которые в свою очередь привлекали кредитные ресурсы за рубежом, поэтому истинный размер скрытой региональной задолженности оценить точно трудно. Потенциальная возможность крахов займов региональных властей представляет очень серьезную опасность. Например, отказ властей штата Минас-

Жерайса в Бразилии в начале 1999 г. платить по своим внешним обязательствам чуть не привел к краху национальной валюты в российском стиле.

В этом отношении независимость штатов или областей от федерального правительства по своим долгам в общем иллюзорна. И региональные, и федеральные власти любой страны оплачивают свои долги из налоговых сборов, объем и структура которых заданы общим законодательством. Поэтому любой долговой кризис немедленно становится налоговым: правительство в условиях спада пытается изменять налоговые законы (что, мягко выражаясь, непросто), поднимать ставки и увеличивать сборы. Если это делает региональная власть, она сокращает потенциальную базу федеральных налоговиков, что немедленно отслеживают внешние и внутренние инвесторы, имеющие в своих портфелях долговые инструменты федерального правительства. Так что всякие трудности с долгами на любом государственном уровне немедленно фиксируются и влияют на доступность кредита, его цену, возможность рефинансирования и т.п. Представления инвесторов о риске потерять свой капитал именно и питаются такой информацией: один не платящий субъект федерации удорожает кредит для всей страны.

В принципе, это же относится и к крупным частным компаниям, заимствования которых существенно выросли в первом полугодии 1998 г. Но здесь наиболее важным с точки зрения долгосрочных последствий для российской экономики являлось изменение в характере обеспечения выделяемых средств. Если в прошлые годы более предпочтительным обеспечением являлись гарантии федерального правительства, местной администрации или акции самого предприятия-заемщика, то в условиях протекающего мирового кризиса в качестве гарантии использовались экспортные поставки товаров, в основном нефти, газа и металлов. Так, в 1998 г. российские нефинансовые предприятия частного сектора заняли у иностранных банков и финансовых институтов около 9 млрд долл. Из этой суммы свыше 6 млрд долл. составили кредиты пяти топливным компаниям («Газпром», «ЛУКойл», «ЮКОС», «Татнефть» и «Тюменская нефтяная компания»), а в качестве обеспечения выделенных средств выступили будущие поставки в Западную Европу российского газа и нефти.

Почти все компании, выпустившие и разместившие еврооблигации, также работают в топливно-энергетическом комплексе[1]. И в этом случае инвесторы традиционно предпочитают приобретать долговые бумаги тех компаний развивающихся стран, которые функционируют в добывающих отраслях и поставляют свою продукцию на экспорт. В случае невыполнения эмитентом своих обязательств инвестор может получить компенсацию в виде экспортной продукции предприятия-должника. Выход российских компаний на международный рынок облигаций состоялся в конце 1997 г. — начале 1998 г., но мировой финансовый кризис и сложная политическая ситуация в самой России приостановили развитие этого вида заимствований. Тем не менее, на конец 1998 г. совокупный долг по еврооблигациям российских предприятий составил порядка 1,5 млрд долл.

Возвращаясь к вопросу о внешней федеральной задолженности, можно сказать, что процесс ее нарастания в течение семи месяцев 1998 г. носил откровенно кризисный характер. Федеральный сектор занял за этот период чистых 5,6 млрд долл. у МФО и более 11 млрд долл. на еврорынке, считая с июльским свопом ГКО на валютные облигации по очень высоким ставкам и по курсу около 6 руб./долл. В общей сложности специалисты оценивают привлечение зарубежной помощи для спасения рубля в пределах до 23 млрд долл. В основном эти средства ушли на продажу валюты для компенсации оттока части капиталов.

Судя по поведению многих российских банков, частных инвесторов, состоятельного населения, ощущение надвигающегося финансового кризиса неясных форм и масштабов висело в воздухе все лето. В России летом был заметен уход многих банков с рынка ГКО в доллары. Невероятно высокие депозитные ставки в ряде банков (40–50% годовых в рублях при низкой инфляции) в течение мая–августа, конечно, обманули многих россиян — неисправимых любителей пирамид. Кризис ждали осенью и многие (опрометчиво) ушли в отпуск в намерении забрать средства из банков в сентябре. Но крах ведущих коммерческих банков, обвальная девальвация, обесценивание рублевых и потеря

[1] В настоящее время [1999 г.] на европейских биржах обращаются облигации шести российских компаний — «ЛУКойл», «Татнефть», «Сибнефть», «Мосэнерго», «Иркутскэнерго», «Московская городская телефонная сеть».

долларовых депозитов российского среднего класса случились раньше, чем предприниматели вернулись из отпусков. Ситуация поразительно напоминала начало 1990-х годов: заимствование за рубежом «до последнего», техническое банкротство ВЭБа, отсутствие реального плана решения текущего кризиса и долгосрочных проблем.

То, как подходила к концу история ГКО-ОФЗ (см. рис. 3.4), подробно описано в разделах Обзора экономической политики в России за 1998 год. В частности, оказалось явно неудачным решение сократить размер внутреннего долга путем свопов ГКО на евробонды, что не спасло рынок внутренних обязательств, а лишь увеличило долларовый долг примерно на 6 млрд долл. всего за три недели до обесценения всего массива ГКО. При этом программу конвертации ГКО под управлением инвестиционного банка Goldman Sachs многие инвесторы восприняли как констатацию Правительством своей неспособности расплачиваться по текущим долгам.

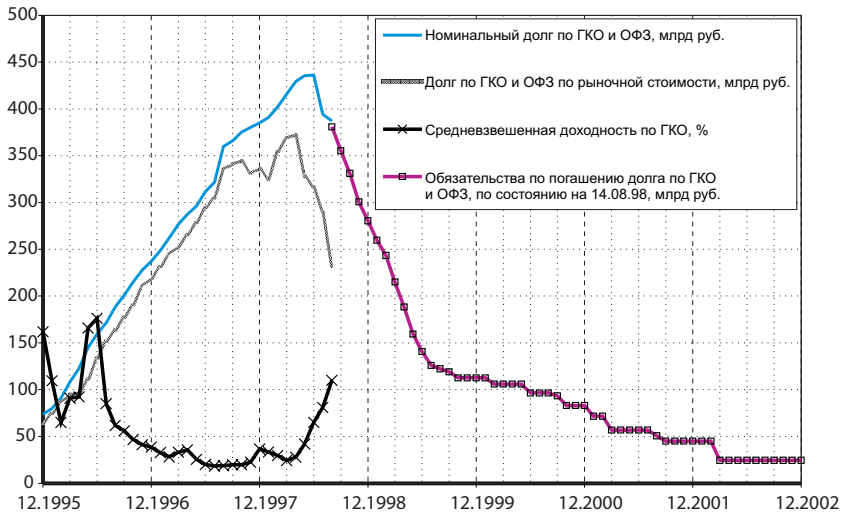

Рис. 3.4. **Основные характеристики внутреннего долга перед «17 августа»**

Хотя возможность краха пирамиды ГКО давно смаковалась средствами массовой информации, предположение, что Россия слишком велика и «ядерна», чтобы упасть, продолжало завораживать политиков и инвесторов вопреки финансовой логике.

Несмотря на начавшийся в конце 1997 г. уход части иностранных инвесторов с рынка ГКО, основная группа крупных институциональных инвесторов держалась до конца. Они, видимо, просто не могли поверить в возможность краха российских государственных бумаг при макроэкономической политике, поддержанной МВФ. По нашему мнению, удивительным является не то, что часть инвесторов ушла, а то, что большинство так долго оставалось на рынке.

Разумеется, прибыли были столь высоки, что расстаться с ними было трудно. По мнению некоторых западных политиков, инвесторы знали, чем рискуют в России при доходности ГКО на вторичном рынке порядка 100% при низкой инфляции и должны сами отвечать за последствия своего рискованного поведения. Но инвесторы не были готовы к тому, что Правительство России примет столь резкие меры по выходу из кризиса. Многие инвесторы ожидали девальвации рубля на 30–40%, некоторые из них допускали возможность реструктуризации ГКО или введение ограничений по движению капитала, но почти никто не ожидал одновременно и девальвации, и моратория на выплату долгов российскими банками, и конфискационной реструктуризации ГКО. В финансовой практике последних десятилетий практически не было прецедентов дефолта по долгу в национальной валюте перед нерезидентами. Предыдущие случаи реструктуризации долга относились к суверенному долгу (план Брейди), либо к внутреннему долгу перед резидентами (план ВОМЕХ-89 в Аргентине).

Неожиданность поведения Российского правительства 17 августа для внешних инвесторов объясняется еще и тем, что они недооценили возможность того, что решение острых социальных проблем может оказаться важнее финансовой репутации государства. Разумеется, характер принятых решений отражал также попытку в последний момент помочь крупным банкам выжить. С другой стороны, надежда правительства, что иностранные и внутренние инвесторы быстро согласятся на резкое сокращение стоимости своих портфелей ГКО, была явно чрезмерно оптимистична. Переговоры тянулись, как известно, до весны 1999 г. Столь же трудно идут переговоры по реструктуризации частных долгов. Общий рост долгов за период перед 17 августа немедленно превратился в критическую проблему для страны,

как только произошла девальвация. Как показано в таблице 3.5, рублевый объем долгов взлетел пропорционально девальвации и резко вырос в отношении национального ВВП. По отношению к ВВП вырос не только общий частный долг, поставив на грань банкротства по зарубежным кредитным линиям и форвардным контрактам многие российские банки. Важно то, что государственный долг такого масштаба оказывается за пределами реальных возможностей бюджета по его обслуживанию. К сожалению, то, что бюджет «сэкономил» на дефолте ГКО, оборачивается резким удорожанием долларовых долгов.

То или иное реструктурирование внешних долгов России является императивом. Сейчас Россия вынуждена заново открыть переговоры по «советским» долгам. Представляется, что это единственно возможная сейчас стратегия: пытаться обслуживать российский долг и реструктурировать старые долги. Соответствующие переговоры летом 1999 г., будем надеяться, окажутся успешными. Рефинансирование долгов МФО в краткосрочном плане также является необходимостью, хотя это временное решение проблемы.

Большинство аналитиков сходятся на необходимости поддерживать обслуживание евробондов, чтобы не лишиться окончательно доверия частных инвесторов. Есть признаки, что международное сообщество начинает склоняться к тому, чтобы трактовать евробонды как обычные инвестиции. Но для каждой конкретной страны возможность возврата на рынок капиталов будет зависеть от того, как она обходится с массовым инвестором в минуту острого кризиса. Что касается частных предприятий, то многие из них будут гасить кредиты западным банкам, которые предоставлялись с 1997 г., хотя сделать это в условиях низкого курса рубля будет достаточно сложно. Впрочем, можно ожидать, что в создавшихся условиях иностранные кредиторы будут вынуждены пойти и на реструктуризацию долгов российских предприятий частного сектора.

До кризиса правительство рассчитывало, что Россия должна будет выйти на устойчивые темпы экономического роста в следующем веке и платить порядка 15–17 млрд долл. по всем федеральным долгам ежегодно. Российские проблемы с обслуживанием федеральных долгов выглядят весьма сложно, особенно в 1999 г., когда в принципе платежи должны были составить по-

рядка 17 млрд долл. Это соответствует столь значительной доли бюджета, что платежи не могут быть произведены, даже если бы курс рубля при этом (то есть при попытке купить такую сумму валюты на рынке) не рос.

По-прежнему проблемой остается бегство капитала. Положительный торговый баланс в несколько миллиардов долларов ежемесячно мог бы снизить курс доллара и облегчить обслуживание долга. Однако административными мерами решить проблему бегства капитала еще никому не удавалось, а изменение направления потока капитала макроэкономическими методами займет больше времени, чем отпущено для выхода из этой острейшей ситуации.

Вопрос о том, когда и при каких условиях иностранные инвесторы будут готовы вернуться на российский рынок, далеко неоднозначен. Россия продемонстрировала свою готовность игнорировать как правила, на которых основана мировая финансовая система, так и собственное законодательство. Реструктуризация ГКО, невыплаты по обязательствам Лондонскому клубу в декабре 1998 г. и предполагаемые проблемы с выплатой долгов по ОВВЗ еще долго будут оказывать влияние на рейтинг России как международного заемщика. Этот эффект значительно усилится, если Россия откажется в полной мере выполнять свои обязательства по еврооблигациям[1].

Политическая неопределенность, связанная с предстоящими парламентскими и президентскими выборами, делает практически маловероятным возврат России на международный финансовый рынок в ближайшие год-два. Даже если правительство подтвердит свою приверженность курсу реформ, трудно представить, что ему будет оказан такой же кредит доверия, какой был продемонстрирован инвесторами в 1997–1998 гг. Существует целый комплекс условий, лишь при выполнении которых возможно оживление российского рынка портфельных инвестиций. Помимо улучшения перспектив экономического роста и политической стабильности, необходима более эффективная защита прав инвесторов, в том числе мелких акционеров, прозрачная система отчетности, открытость и предсказуемость

[1] Мы считаем преждевременным детально разбирать политику переговоров по реструктурированию российских внешних долгов.

политики, более внимательное отношение к интересам инвесторов. Кроме того, вероятность прихода инвесторов на российский рынок будет во многом зависеть от ситуации на формирующихся рынках в целом.

Можно согласиться с теми специалистами, которые определяют реальный объем обслуживания внешних долгов в пределах 3–4 млрд долл. в год в обозримом будущем, пока общая ситуация в бизнесе на микроуровне не изменится, а собственно российский капитал действительно не повернет в страну. До тех пор продолжение структурных реформ, особенно в области отношений собственности, жесткие бюджеты с первичным профицитом и переговоры с кредиторами остаются, видимо, единственным путем предотвращения суверенного банкротства. Последнее даже в мягких и ограниченных (частичное и т.п.) формах еще более отдалило бы Россию от восстановления ее нормального положения в глобальной экономике, выхода на рынок капиталов и восстановления роста.

Послекризисный период: программа-минимум

По нашему мнению, в период непосредственно после 17 августа 1998 года была реальная опасность резкого углубления экономического кризиса в силу паралича платежной системы страны, перебоя во внешней торговле, паники населения с весьма вероятным «набегом» на Сбербанк, сепаратных действий регионов на фоне политического кризиса. Приход правительства Е.Примакова снял остроту политического кризиса, а Министерство финансов и Банк России в августе-сентябре 1998 г. смогли предотвратить финансовую панику. Несмотря на резкий рост инфляции (импортной), падение уровня жизни, масштабных социальных потрясений все же не произошло.

В сентябре основными задачами правительства объективно были стабилизация платежной системы, возобновление платежных операций банков, предотвращение галопирующей инфляции на базе столь вероятной в данной ситуации эмиссии. Второй — но не по важности — задачей было урегулирование проблемы долгов правительства по ГКО, а также решение проблемы долгового кризиса на уровне банковской системы. Решение этих задач не было

завершено полностью даже к апрелю 1999 г., но угроза суверенного дефолта, массового ареста активов банков за рубежом и другие вполне реальные угрозы все же не реализовались.

Правительство смогло решить осенью 1998 г. и в начале 1999 г. несколько проблем объективной программы-минимум. Минфину и Банку России удалось избежать неконтролируемой эмиссии и гиперинфляции, восстановить минимальную пропускную способность платежной системы, ограничить банковскую панику, сохранить доверие к Сбербанку. Этот набор целей, видимо, исчерпывал возможности правительства в той обстановке.

Банковская система, конечно, еще не может кредитовать развитие экономики до своего реструктурирования и рекапитализации. Федеральный внешний долг будет препятствовать привлечению новых внешних кредитов в течение длительного времени, как на уровне правительства, так и частного сектора и регионов. Переговоры по сокращению «советского» долга будут идти долго. Стимулирующую экономическую политику «кейнсианского» типа, как она представлена в ряде правительственных документов осени 1998 — зимы 1999 г., сложно реализовать в силу необходимости согласовывать ее с МВФ и МБРР. Собственно договоренности с МВФ по займам, достигнутые в конце апреля, предполагают выполнение весьма жестких мер в области налогово-бюджетной политики и не менее, а, скорее, более жестких условий в области реализации бюджетозамещающих займов МБРР. Обе организации выполнили свое обещание поддерживать реформы в России, а не конкретные правительства, но условия займов, пожалуй, несколько ужесточились.

Правительство активно вело наработку идей в области экономической политики, завершившуюся принятием программы первоочередных мер в ноябре 1998 г. В то же время в пределах рассматриваемого периода (вплоть до весны 1999 г.) политика, в общем, сводилась к решению текущих острейших проблем. Сохранилось значительное различие между декларируемыми время от времени намерениями правительства (в частности, подтолкнуть экономику и особенно накопление) и фактическим наличием средств, практическими действиями. Правительство не пошло на радикальную индексацию доходов в соответствии

с обесценением рубля на внутреннем рынке — это было почти нереально в силу бюджетных ограничений. Радикальное увеличение доходов бюджета в условиях кризиса, конечно, затруднительно — тем более, что эта проблема остается одной из самых трудных в российской экономической жизни столь долго, что трудно ожидать мгновенного изменения ситуации. Реальность бюджета 1999 г. остается под сомнением для многих, хотя умеренная инфляция оставляет шанс на рост номинальных бюджетных доходов.

Практически Минфин пытался использовать передышку по ГКО для уменьшения бюджетной задолженности по своим прямым обязательствам. К апрелю 1999 г. наметилось ощутимое снижение долгов бюджетникам, пошла вниз задолженность предприятий по заработной плате. В общем, несмотря на некоторые обещания и общий популистский имидж, правительство объективно оказалось довольно жестким. Печатание денег было в целом умеренным, кредиты банкам значительными, но меньше ожидавшихся. Наконец, правительство не индексировало до весны 1999 г. основные доходы при двукратном росте цен с августа 1998 г.

Крупным событием стало принятие еще в марте бюджета на 1999 г. в связке с шагами по налоговой реформе. Последняя давно назрела, хотя далеко не все положения налоговой программы правительства вызвали поддержку аналитиков и могут дать предполагаемые инициаторами быстрые положительные результаты. Проблема усиления административного нажима на предприятия с целью выдавливания налогов в условиях кризиса остается слабым местом всех правительств.

В марте 1999 г. общий объем промышленного производства уже достиг предкризисного максимума декабря 1997 г. Но при этом рост промышленного производства в последние месяцы 1998 г. и в начале 1999 г. отличался крайней отраслевой неравномерностью (см. рис. 3.5) и определялся, прежде всего, краткосрочными факторами: восстановлением объемов производства до минимально необходимого уровня, соответствующего фактическому спросу, а также приспособлением к новой структуре цен.

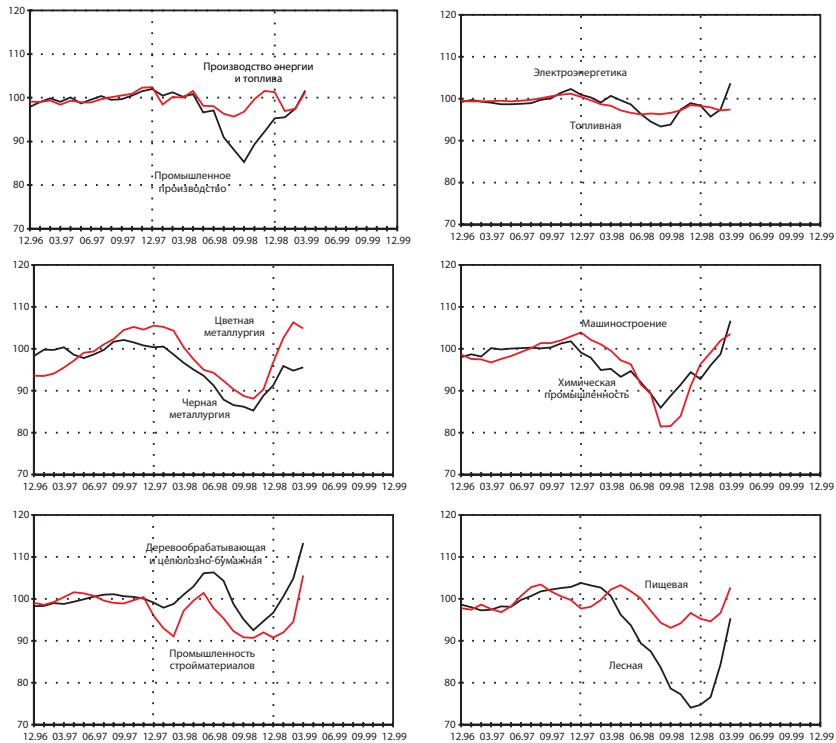

Рис. 3.5. **Отраслевая динамика промышленного производства (1997 г. = 100, сезонно сглаженные показатели)**

Если внутренний спрос будет понемногу расти, то при двукратном падении реального курса рубля после «17 августа» промышленность потребительских товаров будет постепенно развиваться. Но это далеко не тот масштабный подъем с высокими темпами инвестиций, спросом на продукцию российского машиностроения, средствами на науку и т.п., которого правительство ждало в течение последних лет. Восстановление реального ВВП России до уровня 1997 г. потребует не менее двух лет.

Изменение структуры цен, вызванное девальвацией рубля, стимулировало интенсивный рост производства экспортных товаров (при ограничениях, накладываемых возможностями расширения сбыта на мировых рынках). Быстро увеличивалось производство в отдельных подотраслях цветной металлургии, продукция основной химии (включающей производство удобре-

ний), целлюлозно-бумажной промышленности. В нефтегазовой промышленности, спрос на продукцию которой на мировых рынках жестко ограничен, производство почти не росло.

В свою очередь повышение рублевых цен импортируемых товаров стимулировало увеличение производства импортозамещающей продукции, прежде всего предметов потребления (при ограничениях, накладываемых уровнем конкурентоспособности по качеству продукции). Так, среди потребительских товаров длительного пользования интенсивно росло производство бытовых электрических приборов, а также легковых автомобилей. Быстро расширялся выпуск парфюмерии, отдельных видов пищевой продукции, некоторых текстильных изделий. В то же время производство, например, таких товаров, как стиральные машины и бытовая электроника, которые в гораздо большей степени уступают по качеству импортным, увеличивалось медленно или вообще не росло.

Пока рано говорить о подъеме, поскольку скорость импортозамещения и внутренний спрос ограничены, а внешний — сжат низкими ценами на многие товары российского экспорта. Даже рост цен на нефть весной 1999 г. еще не создает условий для роста. Важнее, пожалуй, некоторое снижение темпов инфляции в первые месяцы 1999 г., которое говорит о том, что в условиях кризиса в экономике не так много собственных инфляционных тенденций, а эффект импортной инфляции постепенно будет ослабевать в меру импортозамещения и развития конкуренции при условии относительной стабильности курса. Рост производства после нижнего пика в сентябре 1998 г. не является, конечно, долгожданным подъемом, но свидетельствует о сохранении в экономической системе способности к адаптации к условиям работы при кризисном состоянии платежной системы и в условиях банковского кризиса.

Выработка новой программы экономической политики на 1999 г. в огромной степени определяется отношениями с МФО. Любое правительство России в ближайшие годы будет находиться в ситуации антикризисного управления, поскольку последствия дефолта ГКО 1998 г. будут ощущаться длительный период. Выборы станут другим ограничителем — отвлечение ресурсов на политическую борьбу в таких масштабах, как в 1995–1996 гг., стране больше не по карману. Примерно ясны те минимальные задачи, которые стоят перед экономической политикой в 1999 г.,

если страна хочет выйти в фазу подъема в начале следующего века. При условии положительного решения проблемы суверенного долга, реструктурирования банковской системы, решения проблем других внешних и внутренних долгов появляется надежда на постепенное восстановление финансовых рынков.

Двойные выборы 1999–2000 гг. в России, судя по мировому опыту, — время популизма, застоя в законодательной деятельности и менее всего время реформ, хотя ситуация требует ясной и активной политики. Острота экономических проблем станет испытанием для политической и экономической элиты страны. Проведение активных структурных реформ, поддержание макроэкономического баланса будет императивом для того, чтобы Россия смогла завершить самые трудные и сложные компоненты перехода к рыночной экономике. Потребуется огромная концентрация усилий правительства на структурных реформах, реформе налогообложения и региональных финансов, а также укреплении прав собственности. Продолжение перехода к нормальной рыночной экономике предполагает, что нынешнее правительство, а главное, правительство, которое будет у власти к осени 2000 г., создадут фундаментальные основы для экономического роста в России.

3.6. Финансовая система и экономическое развитие[1] (2003)

Цели финансовой реформы в переходной экономике могут быть сформулированы по-разному, так что выводы могут зависеть как от фактического материала — макроэкономических (институциональных) сценариев и анализа по секторам и инструментам, — так и от целей реформатора. Разумеется, существует достаточно развитая дискуссия о банковской реформе, много материалов по другим секторам, особенно по пенсионной реформе и развитию страхового сектора. Однако единый подход и цель развития финансового сектора ускользает от наблюдателя и не выражен достаточно ясно ни в научных трудах, ни в правительственных документах. Обсуждение секторов частной финансовой сферы происходит по отдельным инструментам и законам вне общей картины развития страны и роли финансового сектора.

Постановка проблемы

Сформулируем два возможных подхода к развитию финансового сектора в России. Один подход не требует действий, предполагая, что Россия проходит естественным порядком все стадии промышленного развития, развития финансового сектора без сколько-нибудь значительного вмешательства государства как реформатора. Государство сосредоточивается на формулировании общих законов и поддерживает, насколько это возможно в переходной экономике, права собственности, финансовый контроль над предприятиями финансового сектора, избегает бюджетного дефицита. Разумеется, идет заполнение «пустот» в законодательстве, но не ставится вопрос о комплексной реформе сектора, о его адекватности потребностям развития экономики страны. Государство предоставляет частному бизнесу (и его организа-

[1] *Григорьев Л.М., Гурвич Е.Т., Саватюгин А.Л.* Финансовая система и экономическая развитие // МЭиМО. 2003. № 7. Опирается на работу, выполненную в 2002 г. в рамках проекта ТАСИС «Состояние и прогноз развития финансовых рынков до 2010 года».

циям, если можно) полностью инициативу в развитии кредита, выборе места финансового обслуживания в банковском секторе, и на финансовых рынках (дома или за рубежом), в выработке новых инструментов, применяя по возможности общие международные нормы для обеспечении необходимого (по стандартам) уровня капитализации и финансовых индикаторов. Этот подход последователен и предполагает максимальную либерализацию валютного контроля и движения капиталов, всех секторов финансового сектора как в сфере контроля и собственности, так и в области операций.

Это политика, проводимая в известной мере в настоящее время, стала результатом финансового краха 1998 г., который сфокусировал усилия правительства на решении бюджетных и долговых проблем и практически исключил возможность масштабного вмешательства государства в процессы сбережений, интермедиации финансового сектора и накопления. Государство на какой-то период оказалось без достаточных финансовых и организационных ресурсов на масштабные преобразования в данной сфере. Частные интересы также, видимо, сыграли свою роль в том, например, что не было проведено масштабного реструктурирования банковского сектора. Реформы в условиях бюджетно-долгового кризиса должны носить структурный и институциональный характер, оставаясь максимально дешевыми для бюджета, и удобными для тех основных игроков, которые закрепились на реально существующей экономической сцене. При таком подходе никаких амбициозных целей по капитализации, объему операций или параметрам финансового сектора нельзя сформулировать. Если нас удовлетворяет существующий финансовый сектор, или мы ожидаем его самостоятельное ускоренное развитие, то всегда можно вернуться к этому подходу.

Соображения по поводу банковской системы вполне могут быть распространены с той же общностью, но еще большей остротой практически на все остальные сегменты финансовых институтов: «...отсутствие радикальных преобразований предопределило нынешнюю слабость российской банковской системы, заставив говорить, что она нуждается скорее не в реформе, а в создании заново. Основные проблемы, с которыми столкнулся банковский

сектор России на рубеже столетий и которые требуют неотложных решений, сводятся к следующему:

- низкий уровень капитализации и финансовой устойчивости, что серьезно подрывает основы всей системы и создает условия для нового кризиса;
- неспособность банков исполнять роль финансовых посредников, т.е. кредитовать реальный сектор и население, аккумулировать сбережения и трансформировать их в инвестиции;
- непрозрачность системы корпоративного управления, затрудняющая выявление реальных собственников, групп и/или лиц, контролирующих банк;
- низкое качество управления рисками и информации о состоянии банков, что ухудшает положение банков в перспективе и заметно затрудняет для них привлечение средств для дальнейшего развития»[1].

Это попытка взглянуть на развитие сектора частных финансов в целом на том основании, что (как будет показано ниже) большинство его сегментов малы, не могут адекватно осуществлять свою обычную роль финансовых посредников.

Предполагается, что в 2002 г. для этого настало время сразу по нескольким причинам:

- основные последствия финансового краха 1998 г. для федерального бюджета и обслуживания внешнего долга к 2003 г. были преодолены;
- экономический подъем 2000–2002 гг. сопровождался определенным оздоровлением частных финансов, ростом устойчивости частной финансовой системы;
- недовольство общества и элит умеренными темпами роста и вялым процессом модернизации страны вызывают поиск средств их ускорения;
- низкая капитализация российских компаний противоречит их интересам и интересам их собственников;

[1] *Астапович А.З.* Развитие банковской системы в странах с развивающейся и переходной экономикой // Сравнительный анализ стабилизационных программ 90-х годов. М.: Карнеги, 2003.

- иностранный капитал (включая возвращающийся российский) испытывает трудности в поиске адекватных финансовых посредников внутри страны;
- наметившийся возврат к «сырьевой» модели роста делает чрезвычайно важной роль финансового сектора в перераспределении инвестиционных ресурсов из добывающих отраслей, где они избыточны, в перерабатывающие, испытывающие недостаток ресурсов.

Забота об устойчивости финансового сектора в развитых странах отражает его важнейшую роль в развитии экономики, прежде всего накоплении. Разумеется, дело не в том, чтобы найти причину для бюджетных вливаний в России, а в том, что уровень развития финансового сектора не адекватен проблемам развития страны. Международные сравнения показывают, что российские банки и другие финансовые институты находятся на уровне (или уступают) стран с переходной экономикой, которые не располагают столь значительным экспортом. Они не характеризуются столь высокой неравномерностью отраслевого и регионального развития и не испытали, пожалуй, столь глубокого кризиса накопления в 90-х годах (падение в четыре раза), как российская экономика.

К осени 2002 г. суверенные рейтинги России (рис. 3.6) достигли почти уровня 1997 г.[1]. Это указывает на то, что макроэкономическая стабильность и снятие остроты долговой ситуации, сделает возможным новый выход российских эмитентов на мировые долговые рынки. Портфельный капитал уже начал притекать в Россию, и ему нужны адекватные финансовые институты и инструменты, чтобы участвовать в процессе накопления. Сложные обходные формы повышают издержки финансирования, особенно затрудняют финансирование крупных инфраструктурных объектов, потребность в которых по мере течения времени все возрастает, в частности в связи с ожидающимися реформами естественных монополий.

[1] На 9 декабря 2002 г. рейтинг S&P был повышен с «BB–» до «BB» — впервые выше уровня октября 1996 г.

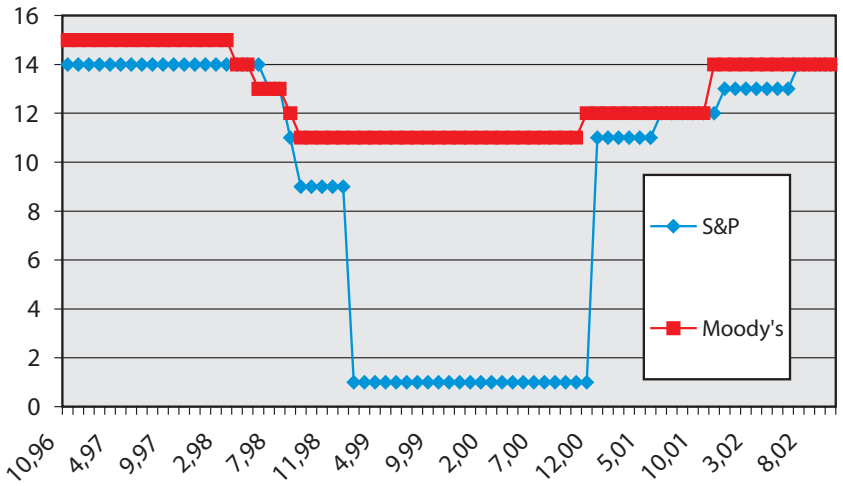

Рис. 3.6. **Долгосрочные суверенные валютные кредитные рейтинги России**

Графическое представление рейтингов — Экономическая экспертная группа.

Приток прямых инвестиций в Россию не увеличивается и в 2002 г., а в 2000–2001 г. он сравнялся по абсолютной величине с притоком в Венгрию, оставаясь в два раза ниже, чем в Чехии, и в три раза ниже, чем в Польше. Россия одновременно остается на первом месте среди стран с переходной экономикой в Европе по вывозу прямого (легального) капитала в 2001 г.: 2,6 млрд долл. против 337 млн долл., находящейся на втором месте Венгрии[1]. Вывоз прямого капитала из России превышает его ввоз. Это также косвенно указывает на то, что путем создания совместных предприятий, проектного финансирования или финансирования под гарантии (например, по двусторонним кредитным линиям) невозможно обеспечить достаточный приток иностранного (в том числе собственно российского) капитала в страну.

Приток портфельного капитала привел к тому, что чистая инвестиционная международная позиция банков с июля 2001 г. по июль 2002 г. сократилась вдвое (с 11,9 до 5,7 млрд долл.). Эта тенденция указывает на начало все более широкого притока портфельного инвестиционного капитала, но в форме, которая

[1] UNSTAD World Investment Report 2002. Transactional Corporations and Export Competitiveness. UNSTAD, Geneva, 2003. P. 72.

известна своими колебаниями. Новейший обзор состояния банковской системы отмечает: «Кредитный бум, характерный для последних двух лет, начинает ослабевать. Назревает определенная „кредитная пауза", проявляющаяся в снижении темпов роста кредитов экономике, хотя до реальной угрозы масштабного кризиса „плохих долгов" еще весьма далеко»[1].

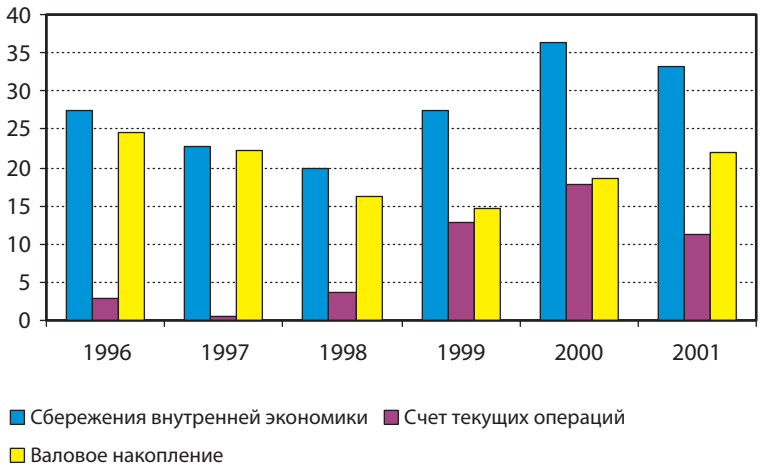

Рис. 3.7. **Сбережения и накопление в России в 1996–2001 гг. (в % ВВП)**

Источник: Обзор экономической политики в России за 2001 год. М.: ТЕИС, 2002. С. 325.

Картина общего использования сбережений в экономике России в первом приближении дана на рис. 3.7. Фактически он показывает, что страна после краха 1998 г. смогла мобилизовать сбережения для обслуживания внешнего долга и продолжения вывоза капитала при восстановлении нормы накопления с примерно 15% в 1999 г. до 22% в 2001 г. Правда, рост последнего времени отражал восстановление запасов, а норма собственно инвестиций остается в пределах 18%. Большое положительное сальдо текущего платежного баланса является теоретически неизбежным отражением оттока капитала по основным статьям: обслуживание и выплата внешнего долга, легальный и не вполне легальный вывоз капитала, покупка валюты ЦБ. В любом случае

[1] Банковская реформа: стратегии и механизмы. Центр Развития. М., МОНФ. 2002.

нет сомнений, что Россия демонстрирует одну из самых высоких норм сбережений в истории за последние полвека, едва ли не превосходя 30–32% нормы сбережений в странах Юго-Восточной Азии и Японии (33% в 1961–1973 гг.) в период ускоренных темпов роста. Однако в тех случаях и норма сбережения, и накопления были одинаково высокими, как и темпы роста. Усредненный практически для всей мировой экономики уровень накопления составляет примерно 23% ВВП[1].

Разумеется, устойчивость низкого уровня накопления в течение трех лет после кризиса 1998 года оставляет открытой проблему модернизации тем более, что предварительные оценки показывают замедление роста капиталовложений в 2002 г. (ниже темпов роста ВВП). Российская ситуация отличается тем, что при огромных потребностях в капиталовложениях в инфраструктурных, транспортных отраслях, обрабатывающей промышленности и науке после десятилетия «инвестиционной паузы» страна вынуждена обслуживать высокий долг, но еще одновременно вывозит капитал. Необходимость и возможность рационального использования национальных сбережений лежит все-таки в особенностях внутреннего процесса накопления и роли финансового сектора.

Таблица 3.9

Темпы прироста реального ВВП и предельная капиталоемкость, %

	1961–73		1973–90		1991–99	
	А	Б	А	Б	А	Б
США	4,3	3,4	2,7	5,9	2,8	5,0
Германия	4,4	5,7	2,2	9,2	2,9	7,4
Япония	8,5	3,9	3,9	7,7	1,3	22,2
Корея	8,8	2,2	8,6	3,4	6,0	5,8

Примечание:

А) Среднегодовые темпы прироста ВВП за период, %;

Б) Отношения средней доли инвестиций в ВВП к среднему темпу прироста ВВП (а) за тот же период, раз.

Расчеты — по международной статистике.

Мировой опыт показывает, что на 1 процентный пункт среднегодового прироста ВВП приходится, как правило (исключение — затяжной кризис в Японии в 90-х гг.), от 3 до 6 процентных

[1] World Economic Outlook (WEO). Recessions and Recoveries. April 2002. P. 219.

пунктов (см. табл. 3.9) средней нормы накопления за сопоставимый период времени. Это показатель бывает несколько ниже при ранних стадиях промышленной модернизации. Можно в принципе ожидать несколько более высокой эффективности накопления в России в современную эпоху, но это предполагает повышение доли оборудования в инвестициях и применения самых современных технологий. В целом, повышение нормы накопления в официальных прогнозах правительства базируется на ожидании постепенного роста нормы накопления и темпов роста ВВП с фактором предельной капиталоемкости в 4–5. Нынешний темп роста составляет также около 4–4,5% роста при норме накопления 15–18%[1]. Разумеется, без эффективного финансового сектора трудно как поднять норму накопления, так и повысить эффективность накопления за счет контроля кредитора за действиями заемщиков, качеством их проектов.

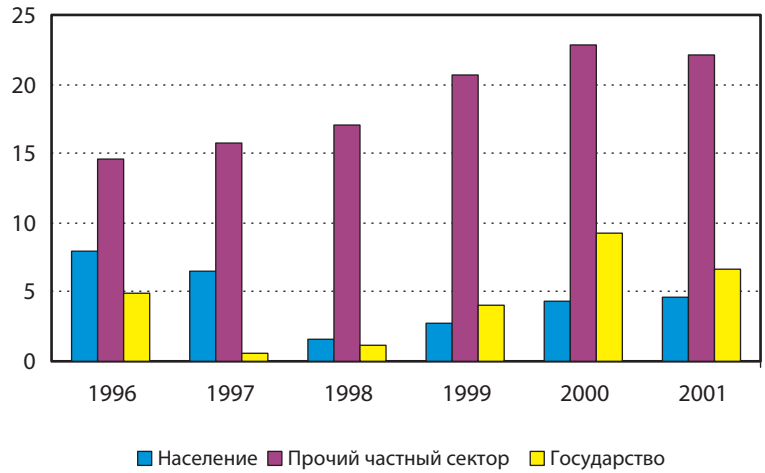

Рис. 3.8. **Сбережения секторов внутренней экономики (в % ВВП)**

Источник: Обзор экономической политики в России за 2001 год. М.: ТЕИС, 2002.

Важной особенностью российской ситуации является концентрация преобладающей массы сбережений в руках предприятий. Этот фундаментальный факт должен усиливать

[1] *Григорьев Л.М.* Модернизация — пределы возможного // Российская газета. 19.06.2001.

внимание к проблеме финансового сектора и его инструментов, поскольку именно фирмы с высокими доходами должны решать рационально проблему выбора между инвестированием в свои предприятия, покупкой других фирм внутри страны, вложениями вне страны или покупку финансовых инструментов, которые позволили бы финансировать капиталовложения других фирм (в особенности других секторов). Увеличение в последние два года сбережений государства не повлияло на процесс накопления, поскольку сопровождалось сокращением государственных капиталовложений. Фактически уже в 2000 г. размер государственных инвестиций в стране опустился ниже медианного уровня в ОЭСР (около 4% ВВП). Прекращение огромного заимствования государства после краха стало безусловно благом для реального сектора в целом. Однако это не слишком изменило ситуацию для финансового сектора — прекращение «выгребания» ресурсов государством при слабом финансовом секторе не слишком увеличило возможности внешнего финансирования инвестиций.

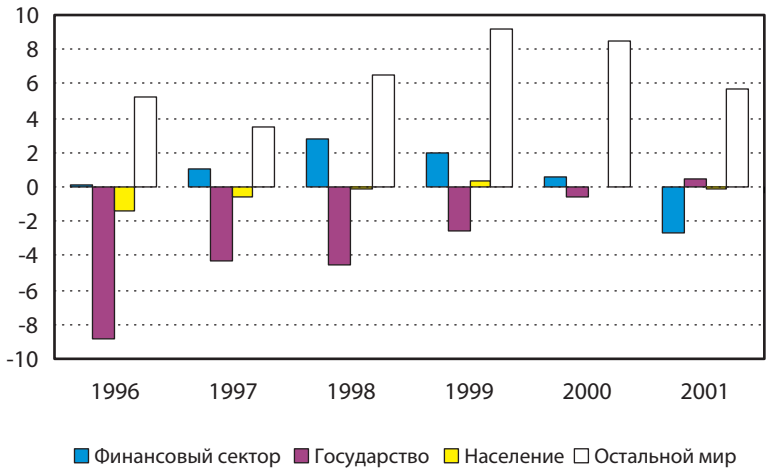

Рис. 3.9. **Чистая кредиторская позиция предприятий по отношению к прочим секторам экономики (в % ВВП)**

Источник: Обзор экономической политики в России за 2001 год. М.: ТЕИС, 2002.

Еще более сложная картина появляется, если взглянуть на рис. 3.9. Он показывает, что до 1999 г. включительно нефинансо-

вый сектор интенсивно кредитовал «остальной мир» (заграницу) и финансовый сектор, заимствуя у государства. Только в 2001 г. впервые предприятиям удалось получить финансирование у финансового сектора, что собственно и подтверждает позитивные тенденции в экономике страны. Вывоз капитала или ежегодное кредитование остального мира в размере 15–20 млрд долл. (вывоз капитала равен примерно 5–6% ВВП) фактически и представляет собой тот резерв финансирования, который мог бы быть перераспределен внутри экономики через более мощный, эффективный и внушающий доверие финансовый сектор.

По сравнению с предыдущим годом в 2001 г. произошли важные изменения в следующих сферах:

- финансовый сектор превратился из чистого заемщика по отношению к предприятиям в чистого кредитора;
- правительство перестало кредитовать реальный сектор посредством роста задолженности в бюджет и во внебюджетные фонды;
- существенно снизилось чистое кредитование предприятиями остального мира.

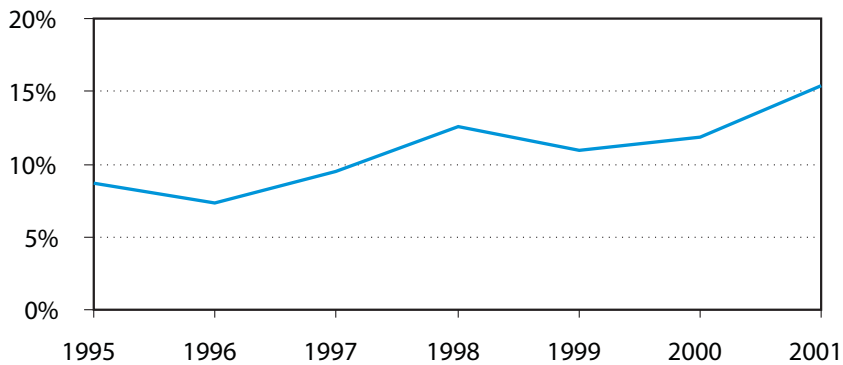

Рис. 3.10. **Динамика кредита частному сектору, % ВВП**

В то же время остается огромной проблемой доступ к кредиту. Причиной отсутствия доступа к банковским кредитам является не столько незащищенность обеспеченных кредиторов, сколько отсутствие у большинства заемщиков ликвидного залога, привлекательного для кредитора. Как показывает российская практика, в тех случаях, когда имеется ликвидный залог, банки

достаточно активно выдают кредиты, например, под экспортные контракты. Рис. 3.10 показывает, какова была динамика кредита в последние годы. Отметим, что относительно кредит сокращался в 1999–2000 гг., и только в 2001 г. сдвинулся вверх вместе с ВВП. Отметим, что он практически полностью предоставляется частным сектором: доля Центрального банка в общем кредите составляет доли процента. Как видно из приведенного графика, частный кредит существенно вырос в 2001 г. (с 11,9% ВВП до 15,4% ВВП). Тем не менее, его роль в финансировании инвестиций в основной капитал остается пока сравнительно невысокой (см. табл. 3.10). Одновременно значительно выросла доля частного сектора во внутреннем кредите, которая в середине 2002 г. достигла 67% (по сравнению с 31% в конце 1998 г.). Однако доля банковского кредита предприятиям на срок более 1 года составляет 29%, а более 3 лет — лишь 7%.

Таблица 3.10

Источники финансирования инвестиций компаний в основной капитал (в %)

Собственные средства	50,3
Средства региональных бюджетов	2,6
Средства федерального бюджета	5,8
Заемные средства других организаций	4,9
Кредиты банков	3,5
Средства внебюджетных фондов	2,6
Средства от эмиссии акций	0,1
Прочие	20,2

Источник: МДМ-Банк.

Ситуация в России довольна типична для переходных стран. Как отмечает Л.Бокрош[1]: «После 10 лет переходного периода финансовый сектор в Центральной и Восточной Европе характеризуется следующим образом:

- низкий уровень финансового посредничества в пределах 5–40% ВВП;
- относительно низкое качество активов и серьезная нехватка капитала;

[1] *Bokros L., Fleming A., Votava C.* Financial Transition in Europe and Central Asia: Challenges of the New Decade. Wash., D.C.: the World Bank. July 2001. P. 14.

- узкий набор услуг, особенно во внебанковском секторе;
- в основном незрелые внешние и внутренние структуры контроля;
- все возрастающая сложность юридического и регулятивного базиса;
- слабость мощностей по внедрению и соблюдению регулирования».

Вряд ли есть необходимость перечислять все причины, которые определяют необходимость развития устойчивого финансового сектора в России, тяжесть этих общих проблем перехода. Помимо общего фактора нехватки внешнего финансирования, выделим несколько специфических пунктов, которые так или иначе обсуждаются в литературе:

- доступ к кредиту малого и среднего бизнеса является серьезной проблемой даже в развитых странах — тем более в России, где это сектор серьезно отстает в развитии от своих соседей по переходу к рынку на Западе[1];
- потребность в значительных долгосрочных вложениях в инфраструктурные объекты, что обычно финансируется с помощью долгосрочных финансовых инструментов;
- инновационные потребности российской экономики и проблема доступа к рисковому финансированию;
- проблема низкой конкурентоспособности машиностроения при наличии потенциально качественной продукции, выпуск который необходимо финансировать извне.

Наконец, фактор времени, потерянного за десятилетие кризиса переходного периода, заставляет искать способы обеспечения роста и углубления развития российской экономики. Фактически недостаточно активный инвестиционный процесс и явно замедленная модернизация являются достаточным основанием, чтобы рассмотреть перспективы развития финансового сектора при определенных предпосылках: два сценария институционального развития, на которые наложены два сценария макроэконо-

[1] См.: Переходный период: анализ и урок переходного десятилетия для стран Восточной Европы и бывшего Советского Союза. М.: Весь мир, 2002. Перевод с оригинального издания «Transition — The First Ten Years: Analysis and Lessons or Eastern Europe and the Former Soviet Union. Wash., D.C.: the World Bank, 2002.»

мических условий (примерно соответствующих официальным прогнозам).

Оценка развития финансовых рынков на перспективу в переходной экономике составляет огромную проблему — строго говоря, слишком много переменных, слишком много критически важных институциональных факторов, воздействующих на процесс. Разумеется, невозможно создать замкнутую систему прогноза спроса и предложения инструментов финансового рынка по целому ряду причин:

- нет сколько-нибудь надежной оценки институциональных (законодательных и регулировочных) параметров развития всех сторон финансовых рынков — «неопределенность законодателя»;
- до конца не ясна мотивировка поведения, принципов корпоративного управления российских собственников (и контролеров) — «неопределенность собственника»;
- макроэкономические прогнозы оставляют высокую неопределенность темпов роста экономики; объем (длина рядов) и достоверность располагаемой информации о российских финансовых учреждениях оставляет желать лучшего — «неопределенность финансовых институтов»;
- трудно учесть внешние экономические факторы развития страны и финансовых рынков, в особенности включая поведение инвесторов — «неопределенность иностранного инвестора»;
- наконец неясно, с какой скоростью удастся создать доверие российского среднего класса к национальной финансовой системе — «неопределенность внутреннего инвестора».

В то же время существуют объективные ограничения на прогнозирование количественных параметров состояния отдельных инструментов или институтов на ближайшие годы. Сценарный подход позволяет четче различать вероятные результаты развития.

Финансовая система и экономический рост

Функции финансовых рынков могут быть описаны различным образом, но мы обратимся к Нобелевскому лауреату Дж.Стиглицу, который дал их перечисление в специальной работе по переходным экономикам в самом начале 90-х годов (в пересказе)[1]:

1. Передача ресурсов (капитала) от сберегающих агентов к заемщикам и инвесторам.
2. Агломерация капитала, поскольку проекты требуют больше капитала, чем может быть у одного или группы сберегающих агентов.
3. Отбор проектов.
4. Мониторинг использования средств по проекту.
5. Обеспечение выполнения контрактов (возврата).
6. Передача, разделение, агрегирование рисков.
7. Диверсификация рисков.

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. Одна позиция (которая, по-видимому, впервые была четко сформулирована И.Шумпетером) исходит из активного влияния финансовых институтов на экономику за счет более эффективной трансформации сбережений в инвестиции. С другой стороны, многие влиятельные экономисты приписывают финансовой системе относительно пассивную роль, считая, что она лишь обслуживает возникающие потребности экономики в посреднических услугах. Например, Нобелевский лауреат Р.Лукас заявлял, что значение финансового сектора для экономического роста чрезвычайно переоценивается.

Важным продвижением в данной области стала недавняя серия исследований, проведенных экспертами Всемирного банка[2], где на широком материале эмпирически исследовалась связь между показателями финансовой системы и темпами экономического роста. При этом анализ влияния проводился на нескольких уровнях: путем сопоставления значений и динамики показателей по

[1] *Stiglitz J.* Financial Systems for Eastern Europe's Emerging Democracies., San Francisco, Cal.: ICS press, 1993. P. 9–10.

[2] См. исследования Всемирного Банка. Например, *Levine R., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V. и др.*

большим выборкам стран, отраслей и отдельных предприятий. Важное значение имеют также недавние публикации, рассматривающие взаимосвязь между развитием финансовой системы и институциональной средой (включая тип законодательной системы, ее ориентацию на обеспечение прав инвесторов, обеспечение контрактного права и т.д.). Эти работы убедительно показали, что показатели развития финансовой системы не просто коррелируют с долгосрочными темпами экономического роста, но что связь между ними носит устойчивый причинно-следственный характер. Кроме того, были получены новые важные данные относительно механизмов влияния финансовых институтов на экономику. Сравнительное значение различных механизмов определяет угол зрения, под которым целесообразно рассматривать перспективы развития финансовой системы в России.

Взгляд на эти механизмы во многом зависит от того, в терминах какой дисциплины обсуждается проблема. Так, в рамках теории экономического развития фундаментальное значение придается процессу накопления капитала. Как показывает мировой опыт, производственные инвестиции в сложившихся фирмах (на действующих предприятиях) в основном финансируются за счет собственных средств (прибыли и амортизационных отчислений)[1]. Поскольку даже в наиболее развитых странах ведущая роль во внешнем финансировании инвестиций принадлежит банкам, финансовая система во многом отождествляется с банковской, а анализ сводится к обсуждению функционирования последней.

Сторонники «банковского» подхода считают, что их первостепенное значение определяется проведением банками целенаправленного анализа кредитуемого бизнеса и большими возможностями контролировать деятельность менеджеров. С другой стороны, ряд исследователей считают более важной частью финансовой системы рынки капитала. Эта точка зрения аргументируется важностью рынков как уникального источника общедоступных сигналов относительно инвестиционной привлекательности тех или иных отраслей или фирм. Эмпирически доказан значимый положительный вклад формируемых рынками оценок в повышение эффективности экономики.

С точки зрения корпоративных финансов со времени классической работы Модильяни-Миллера принято считать, что

[1] OECD Financial Sector review. Report № 17554-LAC. 27.05.1998. P. 33.

различные способы финансирования равнозначны для фирмы (на эффективных рынках). Разумеется, это не выполняется даже для более развитых рыночных экономик при довольно жестких предпосылках[1]. Что касается переходных экономик, то в них еще только формируются условия будущего более эффективного функционирования рынков. Фактические соотношения между ролью банков и рынков в разных странах лежат в весьма широких пределах.

В последнее время на первый план выходит «функциональный» подход, согласно которому важно не то, основывается ли посредничество на банках или рынках, а то, насколько хорошо существующая система обеспечивает выполнение своих фундаментальных функций:

- обслуживание трансакций в экономике;
- мобилизация сбережений;
- распределение инвестиционных ресурсов;
- обеспечение страхования, разделения и диверсификации рисков;
- укрепление корпоративного контроля.

Подчеркивание значимости финансовых услуг не означает принижения роли финансовых институтов. На самом деле, в рамках данного подхода большое внимание уделяется взаимосвязи между институтами, рынками и инструментами в процессе посреднической деятельности. Повышение качества посреднических услуг в принципе может оказывать влияние на экономику за счет повышения нормы сбережений, активизации накопления основного капитала, и его более эффективного распределения (в частности, активизации инновационной деятельности). Следует, правда, иметь в виду, что знак некоторых из возникающих здесь эффектов с теоретической точки зрения неоднозначен. Скажем, наличие развитой финансовой системы по одним каналам положительно влияет на уровень сбережений в экономике, а по другим ведет к сокращению этого уровня, так что суммарный результат

[1] В этом состоит одна из проблем применения современной западной науки к переходной экономике — необходим сложный анализ условий применимости тех или иных постулатов и классических теорем к нашим условиям, в особенности с учетом слабости институциональной основы.

воздействия в общей форме остается неопределенным и требует дополнительного анализа.

Накопление капитала (даже при неизменном уровне сбережений) может увеличиваться благодаря тому, что разделение рисков (включая обеспечение ликвидности инвестированных ресурсов) и дополнительный контроль за использованием этих ресурсов менеджерами, снижают транзакционные издержки и, тем самым, стоимость капитала.

В ряде исследований[1] было показано, что при анализе формирования инвестиций критически важно учитывать несовершенство финансовых рынков, результатом которого становится значительный разрыв между стоимостью внутренних и внешних источников накопления. Как известно, с теоретической точки зрения наличие собственных источников финансирования инвестиций не должно оказывать никакого воздействия на принятие инвестиционных решений. Однако это справедливо лишь для «исключительно идеализированной» ситуации, в которой все участники рынка имеют равный доступ к капиталу и ставки кредитования точно соответствуют инвестиционным рискам. В реальности доступ к кредитным ресурсам существенно варьирует по странам и секторам, в результате чего развитие многих отраслей критически зависит от доступа к источникам внешнего финансирования. В российских условиях доступ к кредиту остается весьма сегментированным. Эту проблему не решает и глобализация международных рынков капитала, чему имеется множество свидетельств: чрезвычайно сильная корреляция между уровнем сбережения и инвестиций в разных странах, значительная межстрановая дифференциация доходности инвестиций и т.д.

В секторах, где такой доступ ограничен, объем инвестиций существенно зависит от величины собственных ресурсов. В частности, наличие внешнего финансирования особенно важно для развития малого и венчурного бизнеса, где, как правило, сосредоточены потенциально наиболее перспективные, но высокорискованные инновационные проекты. Одним из важнейших результатов развития финансовой системы служит повышение доступности внешнего финансирования.

[1] *Fazzari S., Hubbart G., Petersen B.* Financing Constraints and Corporate Investment // Brooking Paper on Economic Activity. 1998. Vol. 19.

Исследование Всемирного банка по 87 странам по связи финансовой глубины (частный кредит как доля ВВП) и рыночной капитализации акций с уровнем душевого дохода показало прямую и устойчивую связь[1]. При этом было установлено, что развитые финансовые рынки особенно важны для той экономики или тех секторов, которые особенно сильно нуждаются во внешнем финансировании, не имея достаточных собственных источников накопления. Применительно к России это касается, например, таких отраслей как машиностроение или сельское хозяйство. Состояние финансового посредничества, таким образом, может оказывать влияние не только на темпы роста экономики, но и на ее структуру. Сильная финансовая система обеспечивает равную возможность развития секторам, в которых собственные источники финансирования недостаточны. В частности, в этом случае существенно активизируется процесс выхода на рынок новых предприятий, что усиливает конкуренцию и тем самым вносит вклад в рост эффективности экономики.

Очевидно, что роль внешнего финансирования снижается в стационарных состояниях и резко возрастает, когда в структуре экономики по каким-то причинам (например, под действием внешних шоков) происходят существенные сдвиги. Это свидетельствует о важности внешнего финансирования в переходных экономиках. С другой стороны, разрыв между стоимостью внутренних и внешних источников финансирования во многом определяется институциональными факторами — такими как несимметричность информации, которой располагают инсайдеры и инвесторы, соблюдение контрактного права и т.д. В России трансформационный процесс сопровождается, по-видимому, наиболее сильными структурными сдвигами, а институциональная среда неблагоприятна даже по сравнению с большинством других переходных экономик. Это определяет особую остроту проблемы внешнего финансирования в нашей стране.

Серия упомянутых исследований Всемирного банка позволила эмпирически проверить гипотезы о возможных каналах влияния финансовой системы на экономику. Традиционный анализ ведется по индикаторам, которые используются для оценки степени развития финансовых систем в разных странах и их структурных

[1] Finance for Growth. World Bank Research Report. Wash., D.C.: the World Bank, 2001. Figure 1. P. 5.

особенностей. Эти показатели используются в данной работе и позволяют сопоставлять количественные показатели российской финансовой системы с другими странами, а также оценить возможный эффект дальнейшего развития финансового сектора в нашей стране:

Финансовое развитие. Определяется как сумма внутреннего кредита (в который не включается межбанковский кредит) и капитализации фондового рынка в процентах ВВП. Эта мера, таким образом, объединяет показатели развития банковской системы и рынка капитала.

Показатели ликвидности. Наибольшее распространение в этой категории получил показатель «финансовая глубина», который характеризует размеры финансово-посреднического сектора и определяется как его суммарные ликвидные пассивы (включая наличные и обязательства банковской системы и небанковских институтов) в процентах от ВВП. Как показывает табл. 3.11 в наиболее богатых странах ликвидность составляет примерно две трети от годового дохода, тогда как в беднейших странах она равна лишь его четверти.

Финансовая активность. Этот показатель аналогичен предыдущему с той разницей, что вместо показателя капитализации используется оборот фондового рынка.

Кредитование частного сектора. Представляет собой кредит частному сектору в процентах от ВВП. Потенциальная важность данного показателя определяется тем, что он показывает в какой степени система обеспечивает трансформацию сбережений в частные инвестиции. За этим, как правило, должна стоять деятельность финансового сектора по отбору эффективных фирм и инвестиционных проектов, страхованию и разделению рисков и обеспечению транзакций.

Частное кредитование частного сектора. Данный показатель аналогичен предыдущему, с той разницей, что из него исключается кредит центрального банка. Таким образом, он в большей степени отражает деятельность именно посреднического сектора.

Доля частного сектора в кредитовании. Представляет собой долю кредитов, направляемых в частный сектор в общей величине внутреннего кредита. Показатель важен, поскольку, как показывает анализ, эффект кредитования частного и государственного сектора кардинально различается.

Роль коммерческих банков. Представляет собой соотношение между внутренним кредитом, предоставленным коммерческими банками и суммой внутреннего кредита коммерческих банков и центрального банка. Можно ожидать, что коммерческие банки более эффективно отбирают инвестиционные проекты и диверсифицируют риски, поэтому более высокий уровень данного соотношения говорит о более развитой финансовой системе. В наиболее богатых странах данное соотношение превышает 90%, тогда как в беднейших оно близко к половине.

В некоторых исследованиях перечисленные переменные использовались в логарифмическом виде. Все перечисленные показатели существенно коррелированны с показателями экономического развития. Следующая таблица показывает величину корреляции основных характеристик финансовой системы с величиной душевого ВВП и различия этих характеристик по квартилям стран.

Таблица 3.11

Связь между характеристиками финансовой системы и величиной душевого ВВП (1985 г.)

	Группы стран с ВВП на душу				Корреляция с душевым ВВП
	Высокий	Выше среднего	Ниже среднего	Низкий	
Финансовая глубина	67%	51%	39%	26%	0,51
Кредитование частного сектора	53%	31%	20%	13%	0,70
Роль коммерческих банков	91%	73%	57%	52%	0,58

Источник: Levine R. Financial Development and Economic Growth. World Bank Policy Research Paper. Wash., D.C.: the World Bank, 1996.

Необходимо осознавать достаточно большую условность введенных показателей, поскольку при их построении нередко агрегируются по существу разнородные элементы. Например, был получен результат, что увеличение на 1 процентный пункт капитализации фондового рынка (измеренной в % ВВП) эквивалентно с точки зрения влияния на рост финансово зависимых фирм увеличению внутреннего кредита лишь на 0,4 процентных пункта. Сравнительно более слабое влияние показателя капита-

лизации можно объяснить тем, что его повышение само по себе еще не означает дополнительного финансирования инвестиций.

Главные общие выводы из эконометрического анализа данных для различных стран, отраслей и фирм можно сформулировать следующим образом.

- Развитие финансового сектора оказывает существенное положительное влияние на долгосрочные темпы экономического роста. Выявленная связь может интерпретироваться как причинно-следственная.
- Каналом такого положительного влияния служат увеличение инвестиций и повышение общей производительности факторов производства. Степень развития финансовой системы не оказывает значимого воздействия на уровень сбережений в экономике.
- Влияние на темпы экономического роста оказывает скорее общая степень развития, чем конкретная структура финансовой системы (характеризуемая соотношением ролей банков и рынков). Для той или иной конкретной страны, в зависимости от ее особенностей, более благоприятной может оказаться «банковская» либо «рыночная» ориентация, которые могут развиваться последовательно.

Анализ показал, что среди рассматриваемых показателей финансового развития наиболее сильное влияние на рост оказывает «частный кредит частному сектору» и «финансовая активность». Вместе с тем, существенно и влияние других показателей (например, «финансовой активности»). Степень их возможного влияния на экономику России рассматривается ниже. Более детальный анализ обнаружил, что роль финансового сектора критически важна для развития в тех случаях, когда велика зависимость от внешних источников накопления. Этот вывод остается справедливым как на уровне стран в целом, так и на уровне отдельных отраслей. Тем самым подтверждается гипотеза, что ключевым механизмом позитивного действия посредников служит повышение доступности внешних источников накопления.

Сильная посредническая сфера обеспечивает равные условия для роста всех секторов, независимо от получаемого ими потока наличности, т.е. выравнивает стартовые условия, расширяя базу роста. Наличие эффективных посредников служит конкурентным

преимуществом для секторов экономики, зависящих от внешнего финансирования (в частности, для новых предприятий). Финансовое развитие увеличивает приток капитала в такие сектора и повышает его «качество»: место торгового кредита, государственной поддержки и т.п. занимает банковский кредит либо привлечение ресурсов через финансовые рынки.

Применительно к России сказанное означает, что укрепление финансовой системы служит необходимой предпосылкой ухода от «сырьевой» модели развития и создания условий для расширения критически важного сектора динамично развивающихся малых и средних предприятий. Разумеется, высокая потребность во внешнем финансировании создает спрос на посреднические институты, тем самым стимулируя ее развитие[1].

Отсутствие явной связи между структурой финансовой системы и ее эффективностью привели к дополнительным углубленным исследованиям, которые показывают, что вопрос о преимуществах определенной структуры должен формулироваться более конкретно: при каких условиях предпочтительной является банковская или рыночная посредническая система. С.Тадессе[2] пришел к выводу, что эффективность финансовой архитектуры зависит от структуры экономики и ее институциональной среды. Конкретно, он обнаружил, что в странах с развитым посредническим сектором его «рыночная» ориентация положительно сказывается на росте, в странах же со слабой посреднической системой, напротив, положительно влияет на рост «банковская» ориентация. По мнению авторов исследования, в основе найденной зависимости лежит действие институциональных факторов: рынки могут продуктивно функционировать только там, где обеспечены высокая степень защиты собственности и исполнения законов. Выполнение этих условий стимулирует как развитие финансовой системы в целом, так и, в особенности, рынков капитала. Деятельность же банков относительно менее чувствительна к «качеству» институциональной среды. Иными словами, приведенные результаты подтверждают высказываемое многими экономистами соображение, что сильные банки имеют относи-

[1] *Rajan R., Zingales L.* Financial Dependence and Growth. NBER Working Paper. National Bureau of Economic Research, Inc. 1996.

[2] *Tadesse S.* Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence // William Davidson Working Paper 449, August 2001.

тельно большую возможность даже в условиях неблагоприятной институциональной среды собрать информацию о деятельности предприятий, проконтролировать использование ими средств и обеспечить исполнение контрактов. Данный вывод объясняет, почему на ранних стадиях перехода к рыночной экономике груз финансового посредничества ложится на банки. В дальнейшем страны с более развитой правовой базой и сильными рыночными институтами могут получить дополнительный импульс к развитию с помощью рынков капитала.

Была найдена также связь между финансовой архитектурой и структурой экономики. Оказалось, что банковская система имеет преимущества там, где преобладают мелкие фирмы, а рыночная система — там, где доминируют крупные предприятия. Именно они наиболее эффективно используют возможности, предоставляемые рынками капитала, размещая акции, выпуская облигации и т.д. Таким образом, по одним признакам (слабость контрактного права) в России более эффективными должны быть банки, по другим (высокая концентрация производства) — рынки. Это приводит к выводу о необходимости развивать оба основных направления финансовой системы. В логике развития намечается определенная последовательность — от банков к рынкам.

Межстрановые исследования показали также, что если в целом структура финансового сектора не имеет решающего значения, то наиболее быстро растущие страны, как правило, используют весь спектр финансовых инструментов[1]. Иными словами, решение задачи выхода нашей экономики на устойчиво высокие темпы экономического роста (не менее 5% в год) требует энергичного развития не одной части финансовой системы, а по возможности всех ее элементов.

Более важное различие чем для структуры финансовой системы было обнаружено для направления инвестирования. Один из выводов, полученных в цитированной выше работе Rajan, Zingales (1996) состоит в том, что инвестиции в государственный сектор оказывают не положительный, а отрицательный эффект на темпы роста экономики. Этот результат, однако, требует дополнительной проверки. Работы Всемирного банка показывают, что нет четкой корреляции уровня государственных инвестиций

[1] *Beck T., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V.* World Bank Policy Research Paper. Wash., D.C.: the World Bank, 2002.

с развитием — среди стран, которые тратят на эти цели более других, можно найти: Германию, Италию, Португалию, Чехию и Венгрию. Обычно считается, что это связано с такими факторами, как различия в начальном состоянии (количество и качество) физического капитала, размерах частных инвестиций в транспорт и естественные монополии в связи с реформой регулирования, размерами государственного сектора в целом, характера распределения населения.

Важной характеристикой зрелой финансовой системы является ее способность обеспечивать долгосрочные инвестиционные ресурсы. Как известно, недостаток «длинных денег» в пассивах и, соответственно, активах является одной из главных слабостей российской финансовой системы. Каприо, Демиргук-Кунт[1] показали, что доля долгосрочного кредита в общих активах положительно влияет на развитие, увеличивая долю фирм, чей рост превышает темпы, достижимые за счет только собственных источников капитала. Готовность инвесторов предоставлять «длинные деньги» существенно зависит, с одной стороны, от степени макроэкономической стабильности, с другой стороны, от общих институциональных факторов.

Власти могут способствовать развитию долгосрочных инвестиций снижая связанные с ними риски — например, развивая залоговое право. Серьезное положительное воздействие на расширение долгосрочных инвестиций может оказать также введение накопительной пенсионной системы (при эффективном управлении ее ресурсами). Вместе с тем, попытки увеличить долгосрочное кредитование за счет прямого участия государства — например, путем его субсидирования — дают противоположный эффект. Увеличение доли долгосрочных кредитов в форме государственных субсидий не ускоряет, а замедляет рост производства.

Связь между развитием финансовой системы и общими рыночными институтами наиболее детально изучали Р.Ливайн, Н.Лоэйза, Т.Бек[2]. Они показали, что критически важными условиями успешного развития посреднического сектора служат:

[1] *Caprio G., Demirguc-Kunt A.* The Role of Long Term Finance: Theory and Evidence. Wash., D.C.: the World Bank, 1997.

[2] *Beck T., Levine R., Loayza N.* Finance and the Sources of Growth // Journal of financial economics. 2000. Vol. 58. N 1.

- высокие стандарты финансовой прозрачности, обеспечиваемые за счет качественной бухгалтерской отчетности и эффективного надзора за ее надежностью;
- нацеленность законодательства и регулирования на приоритетную защиту прав кредиторов при банкротстве, ликвидации предприятия и т.п.;
- обеспечение соблюдения контрактов.

В частности, такая мера финансового развития как капитализация фондового рынка имеет высокую (0,39) и значимую положительную корреляцию с качеством финансовой отчетности, которое регулярно оценивается Центром международного финансового анализа и исследований[1].

Отметим еще эффект либерализации рынка капитала. Бекерт, Харвей, Лундблад[2] пришли к выводу, что переход от полной закрытости внутреннего фондового рынка к его полному открытию для нерезидентов влечет за собой (при прочих равных условиях) повышение темпов экономического роста в течение следующих пяти лет в среднем на 1% в год. Соответственно, частичное увеличение открытости имеет пропорционально меньший эффект (например, увеличение доли доступных для иностранцев акций на 50% от общего их числа вызывает дополнительный рост на 0,5% в год на пятилетнем отрезке). Правда, такая либерализация несколько снижает стабильность экономики, что особенно опасно при существенных институциональных слабостях.

Опыт исследований, особенно выполненных международными финансовыми организациями, указывает на большую роль развитого, сбалансированного, институционально зрелого и достаточно либерального финансового сектора для ускорения роста экономики. Вряд ли существуют простые формулы успеха, но в принципе направления действия достаточно ясны и состоят в поисках гармоничного развития финансового сектора, переходе от опоры на банковский сектор к обеспечению условий развития финансовых рынков.

[1] *Rajan R., Zingales L.* Financial Dependence and Growth. NBER Working Paper. National Bureau of Economic Research, Inc. 1996.

[2] *Bekaert G., Harvey C., Lundblad C.* Does financial liberalization spur growth? Wash., D.C.: the World Bank, 2002.

Международные сопоставления

Прежде чем обратиться к российской экономике и ее финансовому сектору, необходимо представить себе о каких собственно порядках величин идет речь применительно к мировым финансовым рынкам. Напомним, что мировой ВВП по оценкам МВФ равен в 2002 г. 32 трлн долл. по текущим курсам валют и 48,9 трлн долл. США по паритетам покупательной способности[1]. Чистый объем выпуска международных долговых ценных бумаг (то есть без внутренних выпусков) вырос в мире с 1994 по 2000 г. в пять раз: с 251 до 1246 млрд долл. Заимствования корпораций выросли за то же время с 13,5 до 181,1 млрд долл., что ближе к интересующему нас вопросу о внешнем финансировании накопления и возможном притоке капитала[2].

Расчеты Всемирного банка показывают значительное снижение притока портфельных инвестиций в развивающиеся и переходные страны в 2000–2001 гг. Практически прекратился рост притока прямых инвестиций. Оценки ПРООН от 24 октября 2002 г. (по 85 странам за первую половину года) предсказывают снижение общего мирового потока прямых инвестиций в этом году на 27% до 534 млрд долларов. Хотя снижение в страны с переходной экономикой ожидается незначительное, конкуренция за инвестиции усиливается, несмотря на возобновление экономического роста в мире. В этом отношение положение России в сфере притока прямых инвестиций остается без изменений[3]. Оценка МВФ общего объема инвестиций глобальных инвестиционных фондов в 2001 г. достигла всего 108 млрд долл., что указывает на значительную потенциальную конкуренцию за эти инвестиции[4].

Рассмотрим теперь, как можно охарактеризовать российскую финансовую систему, основываясь на введенных показателях. Для сравнения будем сравнивать показатели для России с пока-

[1] На долю США приходится 10,5 триллиона, т.е. 21,4% по паритетам или 32,7% по текущим курсам. См.: IMF World Economic Outlook (WEO). Trade and Finance. September 2002. Pp. 158, 168 (Statistic Appendix, table A and 1).

[2] Социально-экономическая эффективность: опыт США / Авт. коллектив: Кириченко Э.В., Лебедева Е.А., Онищенко И.С., Раннева Н.А. М.: Наука. 2002. С. 92.

[3] *Григорьев Л.* Трансформация без иностранного капитала: 10 лет спустя // Вопросы экономики. 2001. № 6. С. 15–35.

[4] Global Financial Stability Report. A Quarterly report on Market Developments and Issues. IMF. June 2002. P. 48.

зателями по другим развитым, развивающимся и переходным странами из выборок Всемирного банка. Данные, приведенные в таблице 3.12, показывают, что формально в России сравнительно высока доля внешнего финансирования. В принципе это может свидетельствовать как о большой потребности во внешнем капитале, так и о доступности внешнего финансирования. Учитывая уровень развития нашей финансовой системы, можно сделать выбор в пользу первого варианта. Тем самым данные говорят о повышенной зависимости развития нашей экономики от «качества» посреднической системы.

Таблица 3.12

Межстрановые сравнения структуры финансирования инвестиций в основной капитал (Россия — 2001 г., другие страны — 1995–1999 гг.)

	Внешнее финансирование	Банковский кредит	Выпуск акций	Прочее
Россия	49,7	3,5	0,1	46,1
Среднее по выборке Мирового банка	41,0	19,0	5,5	16,5
Аргентина	42,9	30,1	2,5	10,3
Болгария	25,3	6,4	1,4	17,5
Бразилия	54,1	25,6	5,5	23,0
Чехия	26,9	10,2	0,8	15,9
Венгрия	34,8	15,1	6,0	13,7
Германия	47,4	14,3	19,9	13,2
Индонезия	20,5	16,1	0,0	4,4
Мексика	39,3	10,8	4,4	24,1
Малайзия	57,6	16,3	10,9	30,4
Польша	58,3	13,2	30,5	14,6
Румыния	24,0	10,3	2,4	11,3
Турция	42,2	20,9	8,3	13,0
Украина	24,0	6,4	2,2	15,4
США	46,5	20,3	3,0	23,2

В России исключительно слабо развиты оба главных «цивилизованных» способа привлечения капитала: на банковские кредиты и выпуск акций приходится вместе 3,6% всего финансирования, или в 7 раз меньше чем в среднем по выборке Всемирного банка.

Соответственно, необычно велика доля «прочих» источников, включающая бюджетное финансирование, торговый кредит и т.д. Российский рынок корпоративных облигаций продемонстрировал в 2001 г. 75% рост и сохраняет поступательное развитие, хотя его объем (около 2,5 млрд долл. на конец I полугодия) пока что на два порядка меньше объема рынка акций.

Используя оценки влияния частного кредита частного сектора, полученные в работе Т.Бека, Р.Ливайна, Н.Лоэйзы[1] на основе межстрановых соотношений, мы можем определить ожидаемое воздействие улучшения показателей финансового развития, которое произошло за 2001 г. (в предположении, что оно будет сохраняться). При прочих равных условиях это улучшение должно вызвать повышение темпов роста на 0,6% в год. Положение России среди других стран довольно точно определяется показателем соотношения размера финансового сектора и ВВП[2]. Сумма выпущенных облигаций, коммерческих бумаг, банковских депозитов и рыночной капитализации к ВВП составляла в России менее 25% (1998 г.). Для сравнения в странах ОЭСР самое низкое отношение относится, строго говоря, к развивающейся Мексике (более 50%). Даже в Испании, которая стала развивать финансовые рынки сравнительно недавно, этот показатель почти достигает 150%. Мы практически не включаем в анализ срочные инструменты и деривативы, поскольку их роль в российской экономике пока совершенно незаметна.

При этом российский рынок акций, даже после длительного подъема, представляется недокапитализированным, по крайней мере в сравнении с развитыми рынками. Так, в процентах от ВВП капитализация российского рынка акций на конец 2001 г. составляла около 26%, тогда как капитализация рынка акций еврозоны равнялась 66,1% ВВП, в США — 128,7% ВВП, в Японии — 73,9% ВВП (на конец 2000 г.)[3]. Однако участники рынка не теряют оптимизма в отношении дальнейшего роста в среднесрочном и долгосрочном плане. Основания для этого есть, учитывая не-

[1] *Beck T., Levine R., Loayza N.* Finance and the sources of growth // Journal of financial economics. 2000. Vol. 58. N 1.

[2] *Kawalec S.and Kluza K.* Challenges of Financial System Development in Transition Economies // Financial Transition in Europe and Central Asia. World Bank, 2001. Figure 4.1 and 4.2. P. 31–32.

[3] *Долженкова Л., Родзинский Ю.* Три года безналичного евро. Ретроспективный взгляд // Рынок ценных бумаг. 2001. № 24.

равномерность роста капитализации рынка акций в 2001–2002 гг. (в основном он был обеспечен за счет резкого рывка нескольких крупных компаний): можно надеяться, что по мере «подтягивания» компаний второго и третьего эшелона будет происходить дальнейший рост фондового рынка. В частности, положительную роль должно сыграть повышение уровня корпоративной культуры, транспарентности компаний, принятие ими индивидуальных кодексов корпоративного управления.

Таблица 3.13

Отношение цена/чистая прибыль, (Price/Earnings ratio), 2002

Страна	Показатель P/E	Компания, РФ 27 мая 2007	Показатель P/E
Тайвань	21,7	—	
Аргентина	18,1	—	
Филиппины	17,8	—	
Малайзия	17,1	—	
Чили	15,3	—	
Таиланд	13,3	—	
Польша	13	—	
Китай	13	—	
Мексика	12,7	—	
«Развивающиеся рынки»	11,9	Сибнефть	11,7
Индия	10,9	РАО ЕЭС	11,6
Южная Корея	10,9	ЮКОС	9,6
Чехия	9,3	Лукойл	9,4
Россия	8	Сургутнефтегаз	9,1
Бразилия	7	Газпром	6,5
Индонезия	6,9	Сбербанк	4,2

Источник: Данные организаций JP Morgan, CSFB, Hermitage Capital Management.

Значительной проблемой российских бирж остается доминирование либо нефтяных компаний, либо естественных монополий (РАО ЕЭС и Газпрома, Ростелекома). Последнее ставит рост курсов акций в зависимость от тарифной политики правительства, планов реструктуризации естественных монополий[1].

[1] См.: *Grigoriev L., Valitova L.* Two Russian Stock Exchanges: Analysis of Relationships // Russian Economic Trends. Blackwell, 2002. Vol. 11. N 3. P. 44–53.

По суммарному объему торгов и другим показателям ликвидности наш рынок далеко отстает от ведущих биржевых центров, причем не только американских (оборот NASDAQ в 2001 г. — 11 трлн долл. США, NYSE — 10,5 трлн долл.), но и европейских (см. табл. 3.14).

Таблица 3.14

Ведущие европейские биржи в 2001 году

Место	Биржа	Общий оборот, млрд USD	Капитализация, млрд USD
1	London	4550,5	2149,5
2	Euronext	3179, 8	1843,5
3	Italy	1558,9	527,4
4	Deutsche Borse	1439,9	1071,7
5	Madrid	842,2	468,2
6	Stockholm	386,7	236,5
7	Barcelona	366,7	—
8	SWX Swiss Exchange	327,0	527,4
9	Virt-x	264,6	—
10	Bilbao	240,4	—
11	Helsinki	181,6	190,5
12	Istanbul	78,3	47,1
13	Copenhagen	72,4	85,1
14	Oslo	62,4	69,5
15	Valencia	41,1	—
16	Athens	37,7	84,8
17	ММВБ + РТС	28,4	80,0
18	Lisbon	27,6	46,3
19	Irish	22,7	75,3

Для стран с доминирование ФПГ характерна более высокая емкость долгового рынка по сравнению с «либеральными» экономиками. Так, соотношение внутреннего частного секъюритизированного долга и ВВП для стран с «чебольной ориентацией» Южной Кореи составляет 0,43, а для Малайзии — 0,54. В более либеральных странах с анлосаксонским влиянием это соотно-

шение составляет: для Бразилии — 0,08, для Гонконга — 0,15, Южной Африки, Индии и Сингапура — 0,05, Чехии — 0,11, Венгрии — 0,02[1].

Таблица 3.15

Распределение сбережений домохозяйств по типам активов (%)

Актив / Страна	Наличные + депозиты	Облигации + акции	Акции и паи открытых ИФ (UCITS)	Страховые и пенсионные накопления
Бельгия	30	46	15	12
Финляндия	39	50	4	8
Франция	40	12	15	33
Германия	39	22	10	29
Италия	21	47	21	11
Испания	34	39	16	11
Швеция	19	29	20	32
Великобритания	21	18	4	57

Источник: сайт организации FEFSI, www.fefsi.com.

Несмотря на неудобство соединения акций и облигаций в одну категорию, таблица дает интересный материал для размышлений (табл. 3.15). В частности, несмотря на давнюю историю инвестиционных фондов в Великобритании, их популярность среди населения совсем невысока (4%). И наоборот, такие страны, как Италия и Швеция, сравнительно недавно начавшие развивать у себя эти институты, демонстрируют очень высокий интерес домохозяйств к ИФ — около 20% от всех сбережений.

Международные сравнения показывают тот путь, который еще предстоит пройти российской финансовой системе, чтобы приблизиться к медианным показателям для стран с переходной экономикой. Для оценки того влияния, которое могла бы оказывать растущая финансовая сфера на рост, следует не упускать из виду то обстоятельство, что уровень накопления в России, уровень сбережений и потребность в обновлении физического капитала оказались — по меньшей мере — в тяжелом несоответствии. Настало время для решения принципиального вопроса — продолжаем ли мы взирать на естественные процессы формирования финансовой системы или хотим найти способы ускорения развития.

[1] Рассчитано по данным World Bank и Bank for International Settlements.

Выводы и предложения

С точки зрения развития выбор по-прежнему во многом зависит от комплексности подходов законодателя. В частности, опуская многие аспекты развития финансовых рынков, выделим два-три наиболее крупных, которые создают наибольшую неопределенность при прогнозировании финансовых рынков. К ним относится способ ускоренного развития банковской системы, решения проблемы будущего государственных и региональных банков. Вторая такая проблема — это развитие пенсионной реформы, в частности ДПО как придатка социального страхования или как мощный двигатель в развитии рынка акций и облигаций. То же относится к развитию страхования и инвестиционных фондов. Наконец, огромной важности выбор предстоит сделать в области развития долгосрочных долговых инструментов для целей финансирования крупных объектов в условиях высоких коммерческих рисков: гарантии, выпуск их банками (германская модель) или другими институтами (американская модель).

Ряд общих целей не вызывает сомнений уже на данной стадии:

- меры по укреплению контрактной дисциплины;
- укрепление корпоративного управления;
- расширение роли деловой и профессиональной этики в жизни делового и особенно финансового сообщества, особенно в контексте процессов интернационализации бизнеса;
- укрепление пруденциального надзора как в банковском секторе, так и в остальных отраслях;
- создание условий и соблюдение правил конкуренции;
- открытие финансовых рынков для иностранной конкуренции в ходе переговорного процесса о вступлении в ВТО;
- создание системы информации для клиентов, транспарентности состояния кредитно-финансовых учреждений, с учетом асимметрии информации у инвесторов, посредников и эмитентов (включая проблему инсайдерской информации).

Существует достаточно апробированный набор конкретных мер, который охватывает все или часть отраслей сектора:

- переход на международные стандарты бухгалтерской отчетности;

- повышение обязательных требований по собственному капиталу всех типов финансовых учреждений;
- создание «кредитных бюро», а также системы хранения информации о финансовых работниках и предпринимателях (испанский опыт — в коммерческих палатах);
- развитие системы кредитных союзов как системы для малых сбережений с низкими рисками и трансакционными издержками;
- введение страхования депозитов в банковской системе (пороговой или выборочной).

В то же время ряд проблем остаются нерешенными, в том числе по историческим и по концептуальным причинам. Например, обращаясь к материалам по банковской системе, отметим, что «...даже имеющейся капитал далеко не всегда отражает реальные вложения. В ряде случаев уставный капитал банков увеличивается искусственно, что не приводит к адекватному росту реально работающих банковских активов»[1]. Можно выделить несколько проблем — к ним относятся, например:

- низкая прозрачность отношений собственности в финансовых институтах (высокая доля офшорной собственности);
- высокая степень аффилированности собственников и должников институтов (карманные банки и др.);
- низкий уровень доверия клиентов (населения) к большинству институтов российской финансовой системы;
- роль вывоза сбережений как метода распределения рисков,
- спорные способы капитализации банков и других предприятий сектора;
- существенное смещение срочности предоставляемых кредитов в сторону короткой части шкалы;
- низкая ликвидность и мощность российских бирж;
- низкий интерес предприятий к листингу своих акций на российских биржах, высокая доля заграничной торговли акциями.

Среди обозначенных проблем остро стоит вопрос о соответствии спроса и предложения финансовых инструментов для

[1] Банковская реформа: стратегии и механизмы. Центр Развития. М., МОНФ. 2002.

выполнения требований действующих законов по качеству инструментов. Существует на данный момент серьезная проблема расхождения в будущем предложения (низкого) федеральных ценных бумаг при поддержании профицита и законодательного требования по вложению средств пенсионной системы в государственные бумаги. Внутри проблемы сбалансированного развития финансовых рынков образовалась подсистема, которая должна быть сбалансирована по закону. В частности, возможно, необходимо перейти от первоначального обязательного вложения пенсионных (страховых) средств в государственные бумаги к обратной последовательности: сначала в иностранные бумаги — с постепенным ужесточением требований по вложению в российские бумаги.

Предлагаемые меры по решению данных и иных проблем оказываются иногда практическими, иногда концептуальными. Они не могут исчерпать мировой опыт или все возможные разветвления в развитии финансовых рынков. К наиболее крупным и значимым можно отнести:

- введение полного раскрытия (и учета) индивидуальной собственности на финансовые учреждения вплоть до конечных физических лиц (с проверкой выполнения требований законов МАПа о концентрации);
- усовершенствование законов о банкротстве, с повышением «очереди» кредиторов (особенно фондированных) при банкротствах;
- реализовать концепцию центрального депозитария или взаимосвязанной системы депозитариев с тем, чтобы исключить нарушения (или подозрения о возможных нарушениях) прав собственности;
- снятие в законе об «Акционерных обществах» правила о (25%+1) акции как блокирующего пакета с целью сокращения размера контрольного пакета и размыва акций, повышения их выхода на биржу;
- введение обязательного предварительного (одновременного) листинга российских компаний на российских биржах при любых зарубежных выпусках АДР, ГДР и облигационных займах;

- введение льготного налогообложения прибылей при их вложении в обычные (привилегированные) акции финансовых институтов;
- меры налоговой амнистии для представителей среднего класса, направленные на легализацию сбережений и вложение этих средств в банки и инвестиционные ценные бумаги;
- комплекс мер по развитию венчурного капитала. Меры по облегчению налогообложения наукоемкого бизнеса, по созданию условий для развития венчурных фондов;
- учет испанского опыта — организация и стимулирование индивидуальных вложений в акции естественных монополий, а также средств пенсионных и страховых фондов;
- создания более долгосрочной программы развития региональных (отраслевых) внутренних облигаций для крупных инфраструктурных объектов национального значения;
- массовая переоценка собственности — недвижимости (развитие залоговой системы и ипотечных бумаг);
- применение аргентинского опыта: раскрытие информации о кредитах и обязательный выпуск банками субординированных котирующихся облигаций для рыночного контроля;
- создание системы прогнозирования, мониторинга, развития и общего регулирования финансовых рынков;
- наконец, в связи с затруднительным (и, видимо, преждевременным) характером изменения существующей разнородной системы государственного контроля над сегментами рынка предлагается использовать испанский опыт создания Координационного комитета в Правительстве из представителей всех органов надзора, действующим в увязке с долгосрочной стратегией развития рынков и контроля над финансовыми институтами.

Никакой набор отдельных важных мер и развитие «частичного» законодательства не может заменить единую программу. Как уже отмечалось: «Необходимо проведение активной государственной политики, направленной на становление емкого и эффективного рынка ценных бумаг, являющимся качественным инвестиционным механизмом»[1]. Предлагается подготовка, обсуж-

[1] Проект «Программы развития рынка ценных бумаг России до 2010 года / Экспертный институт и др. М., 2001. С. 4.

дение с заинтересованными сторонами и принятие на правительственном уровне в течение 2003 г. «Программы реформирования финансовых учреждений и развития финансовых рынков», которая охватывала бы все сегменты рынков и инструменты, с началом реализации в 2004–2005 гг. От решения узких юридических проблем, которые создают проблемы сегодня, настало время перейти к стратегическим подходам. Такая Программа должна была бы ответить на концептуальные вопросы, которые неоднократно ставились в 90-х годах, но так и не нашли свои решения:

1) либеральная или закрытая система собственности и контроля, которые иначе могут именоваться, соответственно, англосаксонской или азиатской (чебольной);

2) соотношение и разделение ролей между развитием банков и финансовых рынков — вопрос о гармоничности развития;

3) будущее развитие государственных банков, в частности вопрос об их эволюции (в частности Сбербанка), поскольку они все более играют роль банков развития;

4) единство законодательства и комплексность (сбалансированность) развития различных сегментов рынка и типов инструментов и финансовых институтов;

5) определение системы целей и мер в области формирования доверия к контрактной системе, надежности сберегательных учреждений;

6) определение долгосрочной политики инвестирования в финансовые институты, аккумулирующие сбережения основной массы населения: Сбербанк, пенсионные и частные страховые фонды;

7) определение отношения законодателя к желательной роли иностранных финансовых институтов на российском рынке в контексте ВТО;

8) определение отношения законодателя к роли западных финансовых рынков (банки и биржи вне страны) в финансировании российского бизнеса;

9) определение подходов к долгосрочному развитию частного (добровольного) пенсионного обеспечения как ключевому вопросу формирования финансовых рынков и реорганизации системы сбережений в стране;

10) выработка подходов к созданию невырожденной матрицы финансовых инструментов по типам и срочности, деривативов;

11) обеспечение достаточной дробности надежных финансовых инструментов с низкими трансакционными издержками выпуска для индивидуального владения гражданами;

12) определение методов внешнего финансирования долгосрочных крупных (коммерчески рискованных) проектов, возможного участия государства в этом процессе (энергетика, транспорт и т.п.) и роль специализированных финансовых инструментов;

13) роль законодательства о банкротстве: защита фирм от финансовых потрясений или способ перераспределения собственности;

14) роль саморегулирующихся организаций и дополнении органов государственного контроля в поддержании стабильности на финансовых рынках;

15) определить темпы и содержание перехода на МСФО, углубление внутреннего и внешнего аудита и контроля над финансовыми институтами в интересах как собственно вкладчиков, так и устойчивости финансовой системы;

16) определить цели и индикаторы развития сегментов рынка; методы и средства достижения, мониторинг и корректировку;

17) создать Координационный комитет из представителей контрольных (надзорных) ведомств для выработки и осуществления единой политики и контроля над различными сегментами финансовых рынков;

18) определить необходимость органа, ответственного за общее развитие и регулирование финансовых рынков с точки зрения развития.

3.7. Безналичная платежная система

3.7.1. Мировой опыт развития безналичных платежных систем: ориентиры для России[1] (2005)

В статье рассматриваются проблемы и перспективы развития банковского карточного бизнеса в России. В отличие от многочисленных публикаций по данной тематике в основном рекламно-публицистического характера настоящая статья посвящена изучению опыта развития безналичных платежных систем в США и Западной Европе и его возможной адаптации к российским условиям.

История развития кредитных карточек чрезвычайно поучительна для России, поскольку некоторые проблемы или иллюзии его стартового периода в США или в Европе могут появляться в каждой крупной стране, не лишенной стремления к собственным изобретениям и инновациям. В процессе переходного периода от планового хозяйства к рыночному в течение последних пятнадцати лет постоянно возникала дилемма: или создание заново систем, особенно правовых и деловых, или копирование и адаптация существующих мировых. Общего правила для всех сфер экономической жизни, разумеется, не существует. Фактически в переходном периоде идет творческий отбор эффективно действующих зарубежных систем и законов, а также их адаптация к российским условиям. Суть его — в правильном выборе позитивных возможностей мирового опыта и максимально эффективном их использовании. Подобные подходы важны в тех сферах, где существуют большие собственные активы, свои естественные или накопленные преимущества. Применительно к России это больше относится к естественным наукам, литературному и культурному наследию. Механизмы функционирования финансовой системы в мире достаточно хорошо отлажены. В этой области при формировании российских внутренних правил игры важно не создавать

[1] *Григорьев Л.М.* Мировой опыт развития безналичных платежных систем: ориентиры для России // Проблемы прогнозирования. 2005. № 6. С. 146–160.

дополнительных барьеров и трансакционных издержек, которые снижали бы эффект распространения таких общепринятых стандартов, как бухгалтерский учет или выпуск облигаций. Это, в общем, относится и к безналичным платежным системам. Конкуренция должна выявлять наиболее экономичные и практичные системы, тогда как в общем случае инвестиционных решений стоит избегать больших инвестиций в условиях неопределенности. Взглянем с этой точки зрения на ранний период формирования «пластиковых карт» в США.

Развитие безналичных платежных систем в США

Раннее развитие карточных систем в США пришлось на 50–60-е годы, особенно на вторую половину 60-х годов — первые периоды масштабного роста после 20-х годов (послевоенные две декады характеризовались спадами каждые 3–4 года). История кредитных карт начинается с образования Diners Club в 1949 г. А в 1958 г. крупнейшие американские банки того времени — Bank of America в Калифорнии и Chase Manhattan Bank в Нью Йорке — стали выпускать универсальные кредитные карты. В этом же году фирма American Express начала подготовку к внедрению своей первой платежной карточки. В 1966 г. четыре крупнейших банка Калифорнии решили объединиться и выпустить карту под названием Master Charge.

Прослеживаются параллели с современной российской ситуацией, в которой рост доходов и возможностей потребителей, а также поведение государственных регулятивных органов в бóльшей мере (чем в США в 60-е) определяется недавними потрясениями переходного периода и краха в 1998 г. В США в 60-х годах развитие потребительского кредита нашло свое продолжение в выпуске множества карточных систем как банками, так и торговыми организациями. Одной из причин развития карточной системы исследователи считают поиск возможностей оптимизации налогов в условиях чрезмерного регулирования. Движущей силой нововведения были преимущественно банки, и карточные системы стали инструментом торговой и кредитной политики хозяйствующих субъектов. Но на них немедленно появился спрос со стороны потребителей, которые (несмотря на стартовые трудности) увидели в «пластике» и удобное средство платежа, и инструмент потребительского кредита. Создание широкой системы безналичных

платежей было осознано изначально, хотя на стартовом этапе казалось вторичным результатом совпадения интересов бизнеса и потребителей.

«В течение ряда лет шло неупорядоченное развитие нескольких конкурирующих систем, продвигаемых группами банков, объединявшихся обычно вокруг лидера на базе (с помощью лицензирования) его расчетных возможностей. Банки, крупные и малые, консорциумы банков и индивидуальные банки, банки, выдающие ссуды клиентам и не выдающие ссуд, — все они начали предлагать кредитные карточки и рассылать по почте не только такие известные их виды, как BankAmericard и Master Charge, но и десятки ныне совсем забытых карточек, например Everything Cards, Town & Country Cards, Midwest Bank Cards, Interbank Cards. За четырехлетний период, с 1967 по 1970 г., банки выпустили в обращение громадное число кредитных карточек — США никогда не видели ничего подобного»[1]. Внезапное распространение огромного количества карточек стало своего рода экономическим экспериментом, без которого «Банковские карточки никогда бы не стали „пластиковыми ключами от денежной революции“»[2]. Таким образом, американской банковской системе эксперимент стоил, по всей видимости, сотни миллионов долларов, в результате в 70-х годах возникла современная система международных и национальных безналичных карточных систем. Практически в тот период сложились основные мировые платежные системы, а ведущая мировая система — Visa — была реформирована Ди Уорд Хоком (Dee Ward Hock). Именно тогда прошла трансформационная волна: от ключевого банка — Bank of America, который лицензировал участие других банков на базе своих расчетных возможностей — к ассоциации. Он возглавлял BankAmericard с 1970 по 1984 г. (тогда название было заменено на Visa). Историки утверждают, что именно ему принадлежит грандиозная мысль: главное в банковских карточках — это даже не кредит, а возможность создать мировую систему безналичных расчетов.

Пути распространения «банковских карт» в исторических условиях различны, хотя в конечном счете характер безналичных платежных систем оказывается весьма сходным. Важнейшим

[1] Nocera J. A Piece of the Action: How the Middle Class Joined the Money Class. Simon & Schuster, 1994.

[2] Там же.

аспектом «карточного бума» 60-х годов в США стало массовое распространение «пластиковых карт», что в условиях более жесткого регулирования и ограничений потребовало бы на порядок большего периода времени. В Европе внедрение пластиковых карт происходило как замещение чековой системы, с бóльшим акцентом на дебетовые схемы. Забегая вперед, отметим, что в условиях развивающихся рынков с меньшим уровнем доходов населения и большей их дифференциацией таким средством создания эффекта массовости стало внедрение зарплатных карточек.

Общеизвестные ныне международные системы находятся в процессе формирования уже более тридцати лет. Фактически безналичные системы стали за это время полноправным элементом платежной и кредитной системы, постепенно сокращающим сферу действия денег и бумажных платежных средств (в основном чеков). Это развитие стимулировалось конкуренцией между основными международными карточными системами в США и в Европе: American Express, Diners Club, Master Card и Visa. После объединения Master Card с Europay сложилась глобальная система, включающая также различные локальные (с глобальной точки зрения) частные или даже национальные системы, которые дополняют большие сети. Конкуренция между этими сетями и меньшими компаниями привела в эти десятилетия к значительному техническому прогрессу и как следствие снижению издержек обращения, повышению скорости и надежности проводки платежей, оперативности всех расчетов, усилению защиты от мошенничества, расширению мультифункциональности карт.

Главная практическая задача, которая была решена введением «пластиковых карт» за три с половиной десятилетия — это сокращение доли наличных денег и чеков в обращении. Специальные исследования (с опросами населения) показали, что в США с 1994 по 2001 г. доля трансакций с помощью наличных денег сократилась с 48,5 до 39%, а с помощью чеков с 36 до 28,6%. Заметно уменьшилась доля платежей наличными и чеками в денежном выражении, соответственно: с 21 до 17% и с 51,4 до 44,8%. Разница пришлась на «пластиковые карты»: по трансакциям их доля выросла с 12,5 до 29%, а в денежном выражении — с 17,5 до 30%[1]. Новейшие электронные новации в области чеков позво-

[1] *Rysman M.* An Empirical Analysis of Payment Card Usage. Boston University, Department of Economics, Working Paper Series, 11 May 2004. Интернет-ис-

лили считывать с них информацию мгновенно и зачислять на правильные счета, что продлевает их жизнь при расчетах, хотя требует огромной подготовки и традиции использования чеков как потребителями, так банками и торговцами.

Два фактора усилили реорганизацию платежей потребителей в 90-х — в начале 2000-х годов — это развитие дебетовых карточек (сейчас их около миллиарда в мире) и электронная коммерция. Первый дал возможность оплачивать товары непосредственно со своих текущих счетов и явился прямой заменой наличным средствам и чекам по многим видам трансакций. В большей мере это относится к средним по размеру покупкам, связанным, например, с путешествиями, развлечениями, общественным питанием — расходами средних классов населения. Второй фактор в большей степени связан с торговлей товарами с использованием электронных и телевизионных каталогов, продажами по телефону и непосредственно по Интернету. Доля населения, обладающая достаточными финансовыми ресурсами, позволяющими использовать электронную торговлю, в мире постепенно увеличивается. Платежи по Интернету в большой и возрастающей степени оплачиваются по банковским картам. Это предъявило новые требования к защите информации, но упростило покупки в тех случаях, когда характер и потребительские свойства покупаемого товара или услуги поддаются адекватному или числовому описанию — например, оплата авиабилетов или выбор комнаты в отеле.

Оценки показывают, что доля карточек в средствах платежа за потребительские покупки в мире в 2001 г. достигла 10% и в перспективе к 2010 г. может возрасти до 20%. Динамика изменения средств платежа по регионам мира в 1996–2001 гг. показывает, что повсеместно активно возрастает роль «пластиковых карт». Особенно высокие темпы прироста карт — более 15% — наблюдаются в Южной Азии, на втором месте с 13% — Центральная и Восточная Европа (примерно бывший СЭВ). Другие средства платежа по шести регионам мира практически не растут и даже снижаются на несколько процентов в год. Исключение составляет небольшой рост использования наличных денег в США и примерно двухпроцентный рост использования чеков в странах ЦВЕ, в которых пятнадцать лет назад при плановой экономике чекового

точник: http://www.bu.edu/econ/workingpapers/papers/Marc%20Rysman/wp2004/DeterminantsOfPaymentCardUsage.pdf.

обращения практически не было. Заметим, что чеки так и не завоевали (и уже не завоюют) своего традиционного места в странах с переходной экономикой — естественная привлекательность карточек и других средств платежей для высокообразованного населения способствует их активному распространению.

Преимущества безналичной платежной системы

Исторические тенденции отражают явные преимущества пластиковых карт[1]. Для покупателя пластиковые карты обладают следующими достоинствами:

- удобством глобального доступа к рынкам, широкой вариацией способов платежа и финансовых инструментов;
- постоянно растущей защитой карточек и снижающейся ответственностью в случае кражи или неправильного использования карточки;
- защитой потребителя посредством устоявшейся системы решения споров;
- быстрым и удобным учетом располагаемых средств при трансакциях;
- меньшим объемом наличных средств, необходимых при ежедневных покупках, снижением угрозы краж (важно в переходных экономиках);
- удобным доступом к текущим счетам с помощью дебетовых карточек;
- потребительским кредитом с помощью кредитных карточек.

Разумеется, развитие безналичной системы параллельно выгодно другим сегментам хозяйства. Продавцам она также обеспечивает широкие преимущества перед традиционными средствами платежа:

- быстроту и надежность обработки сделки по всей цепи, включая верификацию и авторизацию при закрытии сделки;
- снижение издержек и рост удобства при переходе от бумажных средств платежа;
- лучшие условия для учета движения средств и запасов, финансового планирования;
- снижение издержек и риска при уходе от необходимости поддерживать кредит в магазине.

[1] Global Insight, June 2003.

Можно также вернуться к интересам банковских (и иных) институтов, выпускающих карточки. Не пытаясь полностью описать все выгоды эмитентов (преимущественно банков) от «пластиковых карт», выделим несколько довольно очевидных:

- удобство для клиентов банка при пользовании счетами и доступе к информации;
- домашний доступ к счетам по Интернету, позволяющий управлять покрытием платежей и задолженностью по кредиту;
- расширение каналов доступа и управления личными банковскими счетами, снижение роли (расходов) филиальных сетей банков и как следствие увеличение эффективности (рентабельности) деятельности кредитных организаций посредством снижения издержек;
- привлечение денежных средств населения в банковскую систему в виде остатков на счетах, которые в свою очередь создают базу для последующего размещения этих денежных ресурсов в займы населению и бизнесу;
- доходы от обслуживания операций;
- процентные доходы по потребительскому кредиту;
- реклама банка на карточке;
- средство конкуренции за счет дополнительных возможностей, предлагаемых в связи с использованием карточки.

Развитие пластиковых средств платежа, естественно, базировалось на ряде преимуществ современных технологий. После создания «правил игры» и широкого их внедрения произошло значительное снижение издержек обращения в связи с переходом от наличных средств и носителей. Распространение карточек позволило измерять системные издержки и сравнительные преимущества систем, хотя, строго говоря, именно широкое распространение безналичных средств платежа косвенно, но совершенно надежно доказывает их преимущество в логике «цена — качество».

Прямые попытки подсчитать и сравнить издержки обращения на национальном уровне показывают, что удельные издержки электронных систем составляют в общем от трети до половины доли бумажных. Предварительные расчеты выгоды на агрегиро-

ванном уровне для США дали эффект в 1% ВВП[1]. Столь высокий эффект достигается при достаточно широком распространении безналичных расчетов. Это тем более важно для стран с развивающимися рынками, которые могут избежать промежуточных дорогостоящих ступеней развития, перейдя непосредственно к эффективным безналичным системам платежей. В традиционных рыночных экономиках с преобладанием чеков (как во Франции) развитие электронных систем платежей может происходить медленнее, что связано с традицией и психологическими факторами[2]. В то же время введение электронных систем платежа является важным прорывом в развитии рынков стран Латинской Америки и Азии. Это касается большей надежности платежей, прозрачности финансов, использования средств как для потребления, так и для операций малого бизнеса. Для малых стран с большими объемами туристического бизнеса надежность электронных платежей является критической при сроках отдыха в пределах 3–10 дней. Еще большее значение это имеет для регионов со значительными перемещениями рабочей силы между странами — надежность, скорость и достоверность переводов заработков может серьезно влиять на использование этих средств для развития. Трансграничные потоки финансовых ресурсов на индивидуальном уровне (в основном переводы мигрирующих рабочих) достигли в мире величин, сравнимых с потоками капитала. Вывоз таких платежей из США оценивается в 99 млрд долл. (ввоз — 8 млрд), из стран ЦВЕ и Ближнего Востока с Африкой (т. е. из России и стран — производителей нефти) — примерно 112 млрд долл. (ввоз — 67 млрд). Соответственно в Азии и Латинской Америке преобладает ввоз этих средств[3]. Организация, легализация и обеспечение надежности этих потоков придали бы значительный импульс развитию стран этих регионов.

[1] Humphrey D., Willesson M., Lindblom T., Bergendehl G. What Does It Cost to Make a Payment? Florida State University, Department of Finance, Working Paper. 2003.

[2] Как известно, старшие поколения кредитуют младших, независимо от систем кредитования; именно старшие поколения располагают большими средствами и сбережениями и определяют, как именно они их используют по направлениям и по технологиям.

[3] Payment Solutions for Modernizing Commonwealth Governments. Visa International and CBC, September 2004. P. 26.

Для стран с переходной экономикой, в которых или не было надежной банковской системы и системы чекового обращения, или они использовались только ограниченным сегментом наиболее состоятельного населения, принципиально важно «проскочить» бумажный этап, который потребовал бы высоких издержек обучения и организации таких систем, которые по правовому обеспечению, языку и технологии были бы изолированы внутри страны. Развитие электронных технологий платежей является конкурентным преимуществом стран с точки зрения привлечения иностранных туристов, деловых людей и инвесторов. «Большой скачок» к пластиковым картам в Азии и ЦВЕ является естественным средством адаптации к глобальным стандартам конкуренции. Наибольшую важность это имеет для младших поколений с новым образованием, что дает им доступ к средствам кредитования и деловым возможностям.

За границей розничные электронные платежи посредством банковских карт стали преференциальным средством платежа, позволяющим резко сократить трудности обмена бумажных денег, платежных документов и доступа к товарам и услугам. Развитие многих отраслей глобальной экономики, особенно сектора рекреационных услуг (путешествий, отдыха и развлечений) во многом обусловило спрос на удобные средства платежа с использованием пластиковых карт. Важным аспектом является развитие банковской системы — в странах с переходной экономикой и развивающимися рынками возможность развития безналичных расчетов зависит от состояния банковской системы, в свою очередь банковская система должна совершенствоваться с развитием электронных платежей. Одним из важных критериев развития банковского сектора является наличие личных банковских счетов у населения старше 15 лет. В развитых странах этот уровень колеблется между 85% (Австралия и Япония) и 98% (Германия). В среднеразвитых странах он падает до 45–55% (Малайзия, Аргентина, Южная Африка), а в развивающихся странах он снижается до 35% в Мексике, 30% в Польше и 20% в Индии. Это соответственно, ограничивает возможности безналичных систем.

Для значительной части населения с невысокими доходами в странах с переходной экономикой электронные деньги означают прорыв к современным финансовым инструментам и технологиям, что имеет огромное значение. Развитие электронных систем пла-

тежа как средства расчетов по покупкам и выплаты доходов повышает прозрачность финансовых потоков в странах с традиционно большой «серой» экономикой, а также повышает возможность сбора налогов. По оценкам МВФ, доля «теневой» экономики в ВВП в 1988–2000 гг. в странах ОЭСР составляла 14–16%, в переходных 21–30%, а в развивающихся 35–44% (до 77%). В целом правительства таких стран жизненно заинтересованы в распространении надежных безналичных систем как можно в большем объеме и глубине охвата видов бизнеса и слоев населения. Глобальная конкуренция предполагает эффективность платежей на деловом и личном уровне, обеспечить которую способны безналичные платежи по электронным системам.

Макроэкономический эффект действия безналичных систем различен в зависимости от страны, ее уровня развития и каналов реализации позитивных эффектов. В развитых странах это преимущественно два–три основных эффекта: снижение издержек обращения; лучшая информированность экономических агентов о состоянии собственных финансовых возможностей как основы для экономических решений; расширение потребительского кредита.

Именно последний поддается определенным методам анализа. Расширение потребительского кредита относительно дохода потребителей регулируется определенными нормами и испытывает значительное воздействие со стороны циклических процессов. Потребительский кредит может сокращаться при экономических спадах, инфляции и значительных социальных потрясениях. Использование кредитов по пластиковым картам в принципе выгодно для малообеспеченных домохозяйств, однако в случае экономического кризиса большой объем долгов по высоким ставкам может оказаться затруднительным для выплат. Влияние кредитных карт на благосостояние связано с причинами, вызывающими их использование. Приверженность малообеспеченных слоев к кредитам по пластиковым картам связана с неприятием риска, так как потеря дохода для них окажется губительной. Поэтому, исходя из тяжелых последствий в случае потери дохода, бедное домохозяйство подвергнется долговременному, но управляемому сокращению потребления[1].

[1] *Bird E.J., Hangstrom P.A., Wild R.* Credit Cards and the Poor. University of Wisconsic, Institute for Research on Povetry Discussion Paper No. 1148, October 1997.

Даже в развитых странах экономисты регулярно призывают к осторожности, указывая на опасность бесконтрольного и бездумного использования кредита частью населения. Эта угроза представляет прямую коммерческую опасность для банков, которые борются с этими рисками своими методами. С макроэкономической точки зрения использование дополнительного кредита увеличивает спрос на повышательных фазах цикла, способствуя ускорению темпов экономического роста в целом. Для США дополнительные потребительские расходы оцениваются в 6,5 трлн долл. за период с 1984 по 2002 г. Прикладные расчеты показывают, что 10-процентный рост в электронных трансакциях корреспондирует с 0,5% ростом реальных потребительских расходов. Аналогичные расчеты по странам Центральной и Восточной Европы показали возможность увеличения потребительских расходов на 1,7%, тем более, что персональный кредит в большинстве переходных экономик еще не развился до уровня развитых стран. Заметим, что общий позитивный эффект развития безналичных платежных систем для экономики не является простым и прямолинейным (замена денег и т.п.), как это может показаться на первый взгляд. Он связан со значительными косвенными позитивными эффектами, возникающими за счет роста культуры населения, развития банковской сети, хотя главным остается комфорт индивидуальных пользователей.

Безналичная система платежей при создании адекватной законодательной базы и физической инфраструктуры содействует ускорению интеграции страны в глобальную экономику. Система банковских карт выгодна в первую очередь индивидуальному потребителю и розничному торговцу. Она позволяет расширять легализацию доходов и уплату налогов, что важно для стран с переходной экономикой. Поэтому правительства ряда стран (Ю. Кореи, Украины) пытаются увеличивать безналичный оборот, стимулируя и даже обязывая торговые точки принимать банковские карты. Для этого организации с оборотом выше определенного порога или типа услуг — например, туристические агентства, медицинские клиники и т.п. — должны установить соответствующие терминалы. При огромном росте туризма, международных путешествий и услуг образования за границей безличная форма платежей становится все более незаменимой. Необходимо отметить двухсторонний характер зависимости:

развитые экономики имеют более современные электронные системы платежей и кредита, а последние положительно воздействуют на экономический рост. Тем не менее, достаточно очевидна корреляция между развитием экономики и процентом населения, охваченным банковскими счетами, а следовательно, и доступом к электронным платежам по дебетовым картам.

Для развивающихся стран электронные системы платежей — это реальный доступ к использованию возможностей глобализации, к доходам от туризма, трансграничным переводам и к повышению транспарентности экономики. Трудность количественной оценки этих эффектов не умаляет их огромного значения для развития. В целом развитие безналичных платежных средств оказывает существенное положительное влияние на экономический рост, модернизацию финансовой системы, глобальную интеграцию и сокращение сферы теневой экономики, включая борьбу с коррупцией. За последние 30–40 лет формирование безналичных платежных систем изменило образ жизни потребителей, расчеты розничных сетей и характер работы банков. Миллионы торговых точек связаны электронными средствами расчетов. Ведущие страны мира экономят огромные средства на повышении эффективности функционирования экономики. Движущими силами этого прогресса стали системы банковских карт. Они создали условия для конкуренции банков за клиентов: население и розничные торговые предприятия.

Конкуренция на рынке пластиковых карт

Конкуренция финансовых институтов между собой, а также торговых учреждений, использующая широкий круг средств и методов, подвергается регулированию государственными (антимонопольными) органами. Конкуренция между платежными системами не имеет отдельного законодательства, и ее правила в целом должны соответствовать общим стандартам. В то же время роль электронных платежных систем существенно отличается: для развития экономики главное — это надежность, масштабы и эффективность системы безналичных платежей. Основные позитивные эффекты снижения национальных издержек обращения, экономического роста, удобства потребителей, развития финансовой системы и лучшей организации торговых трансакций лежат не столько в сфере заработков самих платежных систем, сколько в их ос-

новных функциях. Позитивный эффект достигается в основном в экономике страны в целом. Платежи за услуги безналичных систем обеспечивают их рентабельность и собственное развитие и технический прогресс. Но главный их эффект состоит в отделении от собственного бизнеса в том же смысле, в каком печатание денег центральными банками не является обычным бизнесом (равно как и стоимость регулирования чековой или вексельной системы), а обеспечивает функционирование общественных платежных систем в целом. Случай с кредитными картами — это частным образом финансируемое общественное благо.

Важно обосновать требования к платежной системе с точки зрения ее эффективности в широком смысле (не только как бизнеса), чтобы видеть перспективу при оценке конкурентных процессов в этой сфере. Можно сформулировать достаточно простое определение критических характеристик эффективной платежной системы. Последняя должна:

- поддерживать прочные связи и кооперацию между соучастниками всего процесса (банки, торговцы и т.п.);
- стимулировать коммерцию и обмены путем высокой скорости и эффективности передачи платежей;
- обеспечивать минимум трансакционных издержек при совершении сделки;
- гарантировать уверенность в надежности реализации сделок в данном временном отрезке;
- защищать важную информацию всех участников процесса;
- формулировать точные правила операций всей системы;
- минимизировать возможность нарушений работы системы для всех участников путем пруденциального регулирования и контроля.

История развития безналичных платежных систем выявила возможность сосуществования многих форм их организации. Интересно, что в этой важной сфере формы организации бизнеса оказались различными. American Express — частная кредитная организация. Две наиболее распространенные системы — Visa и MasterCard — просуществовали длительный период в качестве ассоциаций, которые позволили развить бизнес. MasterCard несколько лет назад стала корпорацией, в которой основными учредителями являются крупные банки. Visa остается Ассоциацией

банков-членов, цель которой не состоит в получении прибыли — доходы идут на поддержание и развитие сети, а неиспользованные средства в конце финансового года возвращаются банкам. Обе системы — Visa и MasterCard — объединяют конкурирующие между собой банки. Это принципиально важно, поскольку качество обслуживания, создание терминалов, контакт с клиентами обеспечивают сами банки, которые получают доходы, например, как от данной формы потребительского кредита. Visa как Ассоциация ставит своей задачей увеличение прибылей своих членов и развитие системы в целом.

К настоящему времени в Ассоциацию Visa входят более 21 тыс. банков из 190 стран. Эти банки являются совладельцами, определяющими правила деятельности Ассоциации; на начало 2005 г. они выпустили уже 1,4 млрд карт. Официально объявленная цель Ассоциации — содействовать бизнесу входящих в нее банков, помогать им в реализации стоящих перед ними задач посредством предоставления им надежной инфраструктуры и качественных услуг платежной системы. Для Visa характерно выполнение правила no-surcharge rule. В Visa регулярно проходят перевыборы в Совет директоров, который является руководящим органом, а вступившие в Ассоциацию банки могут также повышать свой статус до Принципиального Члена.

Рассмотрим итоги фактической конкуренции в течение более чем трети века в США. Согласно опросным данным (табл. 3.16) американец в среднем на начало текущего тысячелетия имел в среднем шесть пластиковых карт различного назначения, с помощью которых осуществляются платежи. Из них полторы карточки приходится на Visa, одна — MasterCard, три — на прочие организации. Общее число карточек на человека сокращается в пользу двух основных платежных систем.

Анализ поведения держателей карт показывает, что интенсивно пользуются одной из них, но еще одну-две держат на всякий случай. Следовательно, выбор карточки детерминирован потребительскими и деловыми факторами, но потребитель самостоятельно страхуется на случай потери, исчерпания лимита и других крайностей, поддерживая резервный доступ к платежам и кредиту. Это является важным фактором конкуренции, устраняющим доминирование только одной системы — потребитель предпочитает независимость, выбор и гарантию своей свободы. Это указывает

на возможные пути развития систем платежей в развивающихся странах, в которых надежность банков и систем, вероятно, еще длительное время будет подстраховываться населением с помощью диверсификации.

Таблица 3.16

Использование кредитных карт в США в расчете на человека за 1994–2001 гг.

Показатель	Всего	Visa	Master-Card	Discovery	Amex	Visa (дебет)	MC (дебет)	Другие*
число карт 2001 г.	5,96	1,16	0,83	0,23	0,15	0,38	0,17	3,08
в среднем за период	6,61	1,13	0,76	0,27	0,18	0,21	0,07	4,01

* ATM, магазины, заправки, телефонные и пр.

Источник: Rysman M. An Empirical Analysis of Payment Card Usage. Boston University, Department of Economics, Working Papers Series, 11 May 2004. (Table 2) Интернет-источник: http://www.bu.edu/econ/workingpapers/papers/Marc%20Rysman/wp2004/DeterminantsOfPaymentCardUsage.pdf.

Таблица 3.17

Использование кредитных карт в США за 1994–2001 гг. (в %)

Показатель	Visa	Master-Card	Discovery	Amex	Visa (дебет)	MC (дебет)	Другие*
доля карт 2001 г.	30,1	18,7	8,5	9,7	17,8	4,7	10,4
в среднем за период	33,1	20,6	9,3	10,0	11,0	3,0	13,1
доля трансакций 2001 г.	23,9	16,1	5,3	8,7	27,1	7,1	11,9
в среднем за период	22,5	17,6	5,8	9,7	17,9	4,6	16,9

* ATM, магазины, заправки, телефонные и пр.

Источник: Rysman M. An Empirical Analysis of Payment Card Usage. Boston University, Department of Economics, Working Papers Series, 11 May 2004. (Table 3) Интернет-источник: http://www.bu.edu/econ/workingpapers/papers/Marc%20Rysman/wp2004/DeterminantsOfPaymentCardUsage.pdf.

Анализ таблицы 3.17 указывает на несколько масштабных тенденций развития американского рынка. Во-первых, быстро растет количество дебетовых карточек, которые могут использовать лица, имеющие невысокий доход или опасающиеся чрезмерной

зависимости от потребительского кредита. Во-вторых, (что характерно и для остального мира) постепенно увеличивается отрыв двух основных конкурирующих систем — Visa и MasterCard — от всех остальных карточных систем. Во всем мире на середину 2004 г. имелось около 1 млрд счетов Visa при 1,2 млрд выпущенных карт Visa, а в начале 2005 г. последний показатель достиг величины в 1,4 млрд карт. MasterCard выпустила более 560 млн карт на средину 2004 г. Объем трансакций в денежном выражении стал огромен — 3,3 трлн долл. в год по Visa и 1,3 трлн долл. — по MasterCard. Примерно 34% этой величины у Визы составляет снятие наличных средств и 29% — у MasterCard.

Система Visa охватила все континенты — на июнь 2004 г. она обслуживала в Европе (без стран ЦВЕ) около 240 млн карточек всех типов: 99 млн кредитных и 136 дебетовых. Общее число трансакций за год (III кв. 2003 г. — II кв. 2004 г.) достигло 13 млрд при объеме в 879 млрд евро в денежном выражении, или 67,7 евро на одну трансакцию[1]. MasterCard в Европе выпустила 100 млн карточек[2]. Фактически электронные платежные средства в течение последних десятилетий развивались под влиянием конкуренции ведущих систем, что обеспечивало технический прогресс, расширение набора и качества услуг, повышение надежности систем и защиты интересов потребителей.

Важно отметить, что конкуренцию за потребителя, кредитование его покупок ведут именно банки-члены Ассоциаций, которые извлекают основные доходы в этой области. Участие в платежной системе позволяет им конкурировать друг с другом на базе широкого спектра продуктов (т.е. карт). Они ищут пути соответствия потребностям клиентов, пытаясь дифференцировать свои предложения по цене, качеству и наполнению дополнительными услугами.

Отдельно стоит отметить некоторые важнейшие принципы работы платежной системы (во всяком случае Visa), которые позволяют ее банкам-членам предоставлять своим клиентам — держателям карт высокое качество обслуживания по картам и удобство приема в миллионах торговых точек во всем мире. Данные правила не выходят за рамки разумных правил ведения большинства видов бизнеса, но применительно к платежным

[1] Visa Vital Statistics. Europe, June 2004.

[2] MasterCard Corporate Statistics.

системам они имеют огромное значение. В этой связи важно напомнить два основных правила функционирования карточных систем:

- honor-all-cards rule — продавец товара (торговая точка), которая желает принимать один из карточных брендов, обязан принимать все карточки этого бренда, независимо от эмитента карты или ее типа;
- no-surcharge rule — продавцы обязаны устанавливать одинаковую цену за товар, независимо от способа оплаты и вида карты данного бренда (хотя это правило действует не для всех систем)[1].

Существуют два типа сетей — в двух ведущих системах у потребителя и торговца свои банки. Закрытые сети — American Express, Discovery и др. — работают как эмитент, оператор и эквайер[2] одновременно. Открытые сети включают в себя банки, которые могут быть эмитентами, эквайерами или теми и другими одновременно. Помимо конкуренции продавцов в терминах приема карт, эмитентов в терминах платы за услуги, а также эквайеров существует конкуренция между платежными системами. При распределении рисков при потерях и обманах правила созданы таким образом, чтобы эквайеры не несли потерь — риски лежат в основном на банках-эмитентах, которые в свою очередь могут сами строить свои отношения по потерям с клиентами: «все риски несет эмитент, а уж перекладывает он их на владельцев пластика или нет, это зависит от щепетильности конкретной кредитной организации»[3].

Некоторые экономисты считают, что структура совместного капитала и некоммерческий характер организации препятствуют получению сверхренты платежными ассоциациями. Их аргумент заключается в том, что если ассоциация не может получать прибыль, а также распределять ее, даже если ее получит, то потенциальная прибыль от рыночной власти не может быть

[1] Появляются признаки изменения этой ситуации в сети MasterCard в Европе, позволившей недавно торговым точкам брать дополнительную плату за платеж картой. См. *Шакланова Н.* Что скрывает пластиковая карта // Финансы, 14 февраля 2005.

[2] Банк, обслуживающий торговую точку по приему карт.

[3] *Шакланова Н.* Неоперативное вмешательство // Финансы, 14 февраля 2005.

использована. Однако с недавнего времени MasterCard стала корпорацией, получающей прибыль. Некоторые члены могут получать выгоды от рыночной власти всей сети, если обладают достаточным весом, позволяющим влиять на устанавливаемый уровень платежей. Правда, это может относиться, скорее, к двухуровневым системам (типа французской Carte Bancaire), в которых, например, первоначальные члены могут иметь привилегии. В остальном это относится к различной эффективности самих банков, различию структуры их собственных сетей и издержек, стран и регионов, в которых они оперируют — при единой цене на товар прибыль обычно различается у хозяйствующих субъектов в любом бизнесе.

Как и в США, в Европе существует много карточных систем, хотя они не имеют масштаба международных. В Европе существует несколько десятков несовместимых между собой систем смарт-карт. Технологические достижения и развитие информационных технологий привели к тому, что для потребителей стали доступными банковские карты со встроенным микропроцессором (чипом), который участвует в проведении трансакции (хотя давно испробованная технология проведения трансакций по магнитной полосе по-прежнему широко используется). Такой тип карт называется смарт-карты. Существует несколько типов смарт-карт, они отличаются друг от друга как производительностью (объем памяти, др.), так и набором различных программ или приложений, которые можно разместить на чипе (финансовое приложение, учет бонусов в программах лояльности, социальные приложения, персональные данные). Существуют предоплаченные чиповые карты (пополняемые и непополняемые), а также подарочная карта, карта путешественника и др. Бывают также чиповые карты, предназначенные для мелких платежей (за газеты, напитки или другие недорогие мелкие товары, продаваемые через автоматы самообслуживания). С появлением таких карт финансовые аналитики предсказывали «смерть» наличности, однако обыкновенные карты, чеки и наличность все еще занимают подавляющую часть платежей.

Среди различных карточных систем интерес представляют две, наиболее развитые, поскольку эти проекты носили общенациональный характер в ведущих странах Европы. Не углубляясь в процесс создания этих систем, отметим их как попытку фор-

мирования национальных платежных систем. На их разработку и создание были затрачены значительные средства, которые, однако, не изменили общей тенденции к глобализации безналичных платежных систем.

GeldKarte и «электронные бумажники» (e-purse)

Пластиковая система GeldKarte, разработанная компанией Geiseke&Devrient в 1996 г. и поддерживаемая всем немецким банковским сектором, используется в Германии, Франции, Австрии и Исландии. Она является одной из наиболее известных и больших по числу пользователей[1] — в настоящее время в обращении находится более 68 млн карт GeldKarte. Средний платеж составляет 2 евро, и всего около 10% карт активно используется (более чем одна операция в месяц). Большое число эмитированных карт связано с тем, что они часто предоставляются банками бесплатно, чипы карты GeldKarte также устанавливаются на традиционные кредитные карточки в качестве дополнения. В связи с малым использованием карточек относительно эмитированного объема рыночный успех продукта до сих пор остается неясным. В дополнение к функциям платежного инструмента GeldKarte может использоваться:

- в качестве электронного билета (такая система работает в Бремене);
- для подсчета времени парковки: время водителя записывается на GeldKarte, а затем карта дебетуется на величину платы за парковку, когда водитель уезжает;
- в качестве места хранения бонусов в системах лояльности, городской карты;
- в качестве туристической карты;
- для оплаты услуг и товаров в Интернете, однако требуется покупка и подключение отдельного устройства пользователем, что неудобно.

Отличительные особенности GeldKarte:

- система «электронный бумажник» на смарт-карте;
- максимальная сумма на карте — 200 евро;
- используется для малых платежей (до 10 евро);

[1] www.geldkarte.de.

- связана с банковским счетом или анонимна (так называемые white card);
- используется для POS-операций и Интернет.

Система GeldKarte основывается на открытых стандартах, поэтому любая заинтересованная компания может разработать на основе спецификаций программные или аппаратные решения для работы системы. Решения по развитию системы принимаются четырьмя немецкими банковскими ассоциациями — BVR, BdB, VOB, DSGV — и ZKA («Zentrale Kreditausschuss») — центральным органом банковского сектора Германии. Тем не менее, банки могут принимать самостоятельные решения об эмиссии этих или других пластиковых карт. Фактически в стране, как и в целом в ЕС, основную нагрузку по безналичным платежам несут Visa и MasterCard. Но система GeldKarte нашла определенную нишу в повседневной жизни: не выходя на уровень больших безналичных платежных сетей она сосуществует в симбиозе с ними. В 70% банковских дебитовых карт вставлен этот чип. Небольшой уровень активности и трансакций оставляет ей скромное место в реальной жизни. Создатели системы надеялись, по всей видимости, на большее, так что не вполне ясно, насколько окупились расходы по созданию терминалов, распространению оборудования для покупок в пределах 2 евро. Замкнутость в рамках национальных границ существенно ограничивает возможности использования этих карт в международных трансакциях (скажем на классических маршрутах летнего отдыха немцев в Юго-Восточной Азии или Восточном Средиземноморье). Повторение такого эксперимента в российских условиях было бы дорогостоящим мероприятием без внятных целей, за исключением, пожалуй, обслуживания различных автоматов, которые в противоположном случае могут остаться в пределах обслуживания традиционными деньгами.

Cartes Bancaires

Национальная платежная система Франции, отличная от крупнейших международных платежных систем — Visa и MasterCard, создана в 1984 г. группой французских банков. В основе платежной системы лежит концепция межбанковских отношений, которые составляют общие принципы и правила — эмитент или эквайер предоставляет услуги того же качества как клиентам конкурентов,

так и собственным клиентам. Данные принципы имеют следующие важные последствия для платежной системы:

- владельцы карт могут использовать их в любом терминале продавца или в банкомате без какой-либо дискриминации и бесплатно;
- продавцы заключают только один контракт с эквайеринговым банком согласно модели, определяемой руководством организации;
- банки не имеют права изменять терминалы и программное обеспечение без разрешения остальных членов ассоциации.

Cartes Bancaires (CB) является частной некоммерческой организацией группы ведущих французских банков. С экономической точки зрения CB похожа на Visa International. Французскую систему можно сравнить с VisaNet[1] за исключением того, что она не поддерживает клиринг. Отличительные особенности французской платежной системы от международных составляют:

- размер и структура interchange fee — платы эквайера эмитенту карты. Она состоит из трех частей: фиксированной части — 11 центов, плавающей ставки — 0,60% величины трансакции, и платы за мошенничество. В среднем, эта величина составляет 0,80%; обычно в платежных системах interchange fee составляет долю трансакции;
- исключительно дебетовые карты — 43,3 млн карт CB на конец 2001 г., 26 млн из которых позволяют осуществлять операции за рубежом. Во Франции широко распространена чековая система, поэтому банки традиционно рассматривают пластиковые карты как альтернативу чекам;
- чрезвычайно низкий уровень мошенничеств — 0,026% объема операций в 2001 г. Это связано с тем, что изначально система развивалась как чиповая. Сейчас все карты имеют микропроцессор;
- сложная система управления платежной системой состоит из: управляющего директора, совета директоров, пяти комитетов (бизнес и стратегия, риск-менеджмент, исследования

[1] VisaNet — глобальная вычислительная сеть по обмену информацией о трансакциях, управляемая Visa.

и технологии, информационные системы, государственное регулирование), дополнительных групп;
- двухуровневая система членства в ассоциации CB;
- одобрение на эмиссию карт со стороны регулирующего органа (GIE CB);
- запрет на двойное ценообразование со стороны продавцов (аналогично no-surcharge rule);
- высокая плата членства в ассоциации. Первоначальный взнос составляет 76 000 евро, не включая налоги, тогда как прием в Carte Bleue (представитель Visa) или Europay France (представитель MasterCard) стоит в два раза меньше.

Важная особенность данной системы — два ее уровня. В ассоциации есть основные члены — 11 крупных банков, которые принимают принципиальные решения о развитии системы. Любая новая организация, которая вступает в ассоциацию, должна представляться одним из основных членов — фактически членов начальной олигополии и может стать лишь ассоциированным членом, но не основным членом. Некоторые ассоциированные банки жалуются на недостаток информации по основным проектам платежной системы и невозможность влиять на процесс принятия решений. Основные члены имеют минимальные обязательства по отношению к банкам, которые они представляют (оплата членских взносов, одобрение межбанковских правил, доступ к клиринговой системе). В целом эта система критикуется специалистами как громоздкая, более дорогая, дающая преимущества банкам-основателям и менее эффективная для новых банков, чем сложившиеся международные системы.

Европейская комиссия заявила о том, что давно заключенное девятью крупнейшими банками Франции тайное соглашение о выпуске банковских платежных карт «Cartes Bancaires» нарушает правила ЕС в сфере конкурентной борьбы. По словам представителя Евросоюза, данная организация направила соответствующее уведомление в адрес указанных девяти банков, а также руководящему органу платежной системы — Groupement des Cartes Bancaires (GCB) — с предупреждением о недопустимости использования механизма совместной эмиссии карточек, направленного на по-

лучение конкурентных преимуществ над новыми организациями, выходящими на этот рынок, как-то: мелкими французскими банками, иностранными банками и крупными торговыми сетями[1].

Принципиально важно, что обе национальные системы ведущих европейских стран имеют определенную нишу для своего существования, но не приобрели международного статуса безналичной платежной системы. Они сосуществуют с основными международными платежными системами, не меняя сколько-нибудь радикально внутреннего национального рынка карточек или потребительского кредита. Cartes Bancaires и GeldeKarte не представляют собой удачного проекта для подражания. Они, скорее, ограничивают конкуренцию банков, замедляют инновационные процессы и решения. Они не стали реальным ускорителем развития системы безналичных платежей, которая была бы способной непосредственно положительно сказаться на экономике этих стран.

В 90-е годы и начале XXI в. быстрое развитие безналичных банковских платежных систем в странах с переходной экономикой шло, в общем, в том же направлении, что и во всем мире. Фактически целый регион оказался в конце периода плановой экономики без развитой банковской (розничной) сети. Платежные системы быстро адаптировались к потребностям рыночной экономики. Соответственно, большие сети безналичных платежей быстро заполнили вакуум, вытесняя экономику наличных денег планового периода. Открытие экономики для внешней торговли, распространение новых видов торговли, массовость и все большая детализация услуг вызвали внезапный спрос на средства платежа. И банковские карты оказались адекватным средством решения этих проблем. Разумеется, слабость банковской системы, неразвитость терминальной сети и отношений с торговлей не могут быть компенсированы чисто системными средствами Visa и MasterCard. Например, низкий уровень доверия населения региона к банкам и неразвитость сетей в торговле привели к тому, что в данном регионе примерно 85% трансакций по объему относится к снятию наличности (особенно зарплаты). Нечто подобное наблюдается в Латинской Америке (75%). Это указывает на типичный характер ситуации для развивающихся рынков и на бедность населения,

[1] Европейский Союз уведомляет французских банкиров о неправомерности структуры «Cartes Bancaires», Cardworld, July 2004.

которое быстро изымает наличные средства, т.е. безналичные расчеты, возможно, еще только вытесняют наличные деньги из конечного звена покупок. Заметим, что нормальное развитие безналичных систем, расширение сетей и повышение общего уровня развития страны привело бы (и приведет) к соотношению 30–35% для операций с наличными деньгами, как в остальном мире.

За год (с июня 2003 по июнь 2004 г.) общий объем операций с карточками Visa всех типов в странах Центральной и Восточной Европы превысил 78,6 млрд долл. на 45,3 млн карточек всех типов, и 1,09 трлн трансакций[1]. Это примерно 72 долл. на трансакцию, что вполне сопоставимо с общеевропейскими нормами, хотя в регионе и цены, и доход ниже. Динамика за год также указывает на бурное развитие — за год рост трансакций по простейшим массовым продуктам (39 млн карт «Electron») составил 33%, по числу карт — 45% и по объему в денежном выражении — 50%. Те же параметры для более дорогих продуктов (6,4 млн карт): 26 — 31 — 44%, — указывают на сегментацию населения. Процессы распространения простых карт ускоряются, тогда как состоятельные лица быстрее наращивают расходы, разница составляет значительную величину, которая важна для понимания бизнеса в регионе: 107 долл. по сравнению с 66 долл. по Electron.

В целом, период формирования международных платежных систем закончился, характер конкуренции на территории ведущих экономически развитых стран сложился и ведется уже в мировом масштабе. Visa и MasterCard практически обеспечили глобальные возможности эффективных безналичных расчетов для индивидуальных потребителей. Конкуренция между двумя большими сетями обеспечивает технический прогресс и низкие издержки пользования системами. Потребитель и его банки голосуют за удобство доступа к торговым точкам и кассовым автоматам по всему миру, надежность систем расчетов двух гигантов, что однако оставляет определенные коммерческие возможности для других систем.

В глобальные сети безналичных платежей вложены огромные инвестиции, в основном банками, которые обеспечивают единство этой системы. Банки конкурируют между собой за возможности обслуживания потребителей, тем самым обеспечивая спрос со стороны потребителей, которые в конечном счете являются основ-

[1] Visa Statistics, CEMEA region, June 2004.

ным бенефициаром развития безналичных систем. Глобальность двух — четырех больших систем безналичных расчетов создала огромный устойчивый эффект, которым страны (потребители) с развивающимися рынками могут воспользоваться, вкладывая только в собственные внутренние терминальные сети. По мере экономического роста можно ожидать постепенного сближения показателей стран с развивающимися рынками и развитыми в отношении использования безналичных сетей. Сохраняющиеся различия имеют более фундаментальные причины, обусловленные уровнем общеэкономического развития, социального неравенства и надежности банковских систем.

3.7.2. Безналичная платежная система России: состояние и развитие[1] (2005)

Экономический подъем в России (1999–2005 гг.) при умеренной инфляции создал условия для решения многих ее экономических проблем, которые невозможно было решить в условиях десятилетнего транзиционного кризиса. Реальное потребление населения России за этот период выросло в 1,5 раза, превысив предкризисный уровень. Макроэкономическая устойчивость устранила проблему внешнего долга, привела к повышению суверенного рейтинга страны и, безусловно, упрочила надежность банковской системы. Номинальный ВВП в 2004 г. превысил уровень 1999 г. более чем в 3 раза. Оборот внешней торговли по товарам и услугам в 2004 г. достиг примерно 260 млрд долл., или более 7 трлн руб. Номинальные продажи потребительских товаров и услуг на территории страны достигли гигантских величин, исчисляемых триллионами рублей. Увеличились сбережения населения, резко вырос потребительский кредит, начала расширяться ипотека. Соответственно многократно вырос платежный оборот, в том числе и в сферах потребления населения, малого бизнеса, в которых используются наличные средства и банковские карты.

На фоне макроэкономической стабилизации и 6–7-процентных темпов экономического роста в России стали реализовываться многие проекты, которые были невозможны или неэкономичны в ситуациях нестабильности или особенно высокой инфляции. Постепенный рост экономики, умеренное повышение цен, уси-

[1] *Григорьев Л.М.* Проблемы прогнозирования. 2006. № 6.

ление надежности банковской системы, рост потребительского кредита явились условиями для развития безналичной платежной системы на базе банковских карт («пластиковых карт»). Этому также способствовало укрепление рубля и сокращение использования населением иностранной наличной валюты в качестве резервного расчетного средства — чистое сокращение валюты на руках населения составило за 2000–2003 гг. 330 млрд руб., из них 235 млрд пришлось лишь на 2003 г.

В ходе экономического подъема резко расширилась система безналичных расчетов. По мере преодоления последствий финансового кризиса 1998 г. началось все более широкое распространение двух основных платежных систем: Visa и MasterCard, на которые приходится 62% всех выданных банковских карт (осень 2004 г.). Универсальность и глобальный охват ведущих безналичных платежных систем представляют большое преимущество в глазах российских банков и потребителей. Рост конкуренции на российском рынке уже привел к снижению тарифов, росту эффективности и надежности работы систем.

Три десятилетия массового использования кредитных карт в расчетах в мире доказывают, что данное средство платежа резко упрощает процесс покупки товара или получения наличных средств. Для большинства стран это важный способ хранения и защиты сбережений. Пластиковая карта позволяет ее владельцу оперативно практически в большинстве стран мира осуществлять покупки или получать наличные в любое время суток. Пластиковые карты стали мощным средством потребительского кредита, применительно к ним часто строится стратегия продавцов товаров и услуг в отношении скидок и программ лояльности покупателей. Наконец, данная система платежей позволяет населению контролировать размер и структуру своих расходов во времени.

Развитие безналичных расчетов как надежной, экономичной, удобной системы для потребителей и бизнеса всегда актуально для российских банков. В этой сфере идет острая конкурентная борьба между предлагаемыми системами карт, которая также сопровождается конкуренцией банков и регионов. Для России, которая в настоящее время выходит на магистраль экономического развития, формирования правового поля для операций бизнеса и его взаимодействия с регуляторами и интеграции в глобальную экономику, успех в глобальной конкуренции во многом зависит

от организации платежных систем, их надежности и удобства для всех участников рынка. Правительства стран, заинтересованные в транспарентности финансовых потоков (в частности розничной торговли и общественного питания), снижении издержек платежной системы, росте потребительского кредита и развитии розничной банковской сети, обычно стремятся развить систему расчетов банковскими картами, включая специальные меры для сокращения сферы наличных расчетов.

Развитие российского рынка банковских карт

Данный рынок проходит все обычные стадии развития, но имеет и особенности, отражающие специфику как переходного периода, так и менталитета населения страны. Этим объясняется высокая степень недоверия населения к финансовым институтам («финансовым пирамидам»), а главное — финансовым крахом 1998 г. Другие страны (особенно Болгария и Венгрия) также испытывали тяжелые банковские кризисы, но только в России пришлось заново создавать в течение последних пяти лет условия для возрождения доверия к финансовой системе. Соответственно пострадали и некоторые отечественные системы платежных карт, хотя некоторые даже пережили банки, бывшие на старте их эмитентами. Другой особенностью было довольно широкое стартовое распространение новых систем банковских карт.

По преодолении последствий финансового кризиса 1998 г. началось все более широкое распространение двух основных платежных систем. Это обострило конкуренцию на российском рынке. Огромный рост экспорта в 2000–2004 гг. и увеличение в несколько раз доходов населения в номинальном выражении привлекли в Россию производителей потребительских товаров и создали объективные предпосылки для развития бизнеса. Расширение иностранного бизнеса в стране, рост зарубежного туризма россиян послужили дополнительным стимулом для спроса на банковские карты. Российские банки отреагировали достаточно быстрым развитием этого рынка в интересах потребителей. В настоящий момент — в преддверии вступления России в ВТО — более агрессивную политику ведут дочерние иностранные банки. Ситибанк, например, в начале 2005 г. провел кампанию, предлагая бесплатно кредитные банковские карты с целью опередить конкурирующие российские банки, явно запаздывающие

с новыми подходами в охвате сегмента состоятельного населения. Более высокая поляризация доходов создала предпосылки к «двузубой» стратегии эмитентов на российском рынке: параллельное развитие простых дешевых зарплатных систем и дорогих карточек для состоятельных слоев населения. По нашему мнению, эта стратегия не декларируется сетями и, возможно, не вполне ими осознана. Но она объективно существует в России и, вероятно, в Восточной Европе и Латинской Америке, и обусловлена высоким неравенством в доходах населения. Наконец, следует учитывать не только социальную, но и территориальную составляющую страны — развитие конкуренции по регионам имеет в России свои особенности.

Последняя составляющая должна учитываться как важнейший параметр при оценке и перспектив развития безналичных систем, и характера конкуренции на внутреннем рынке. Дело в том, что внутренние системы, обычно основанные на нескольких банках, стремятся создавать достаточно полный ряд продуктов, а за счет знания местной специфики могут конкурировать с международными гигантами на рынке зарплатных карточек. В то же время замкнутость внутри страны объективно ограничивает использование таких карт мобильными слоями населения, которым важен выход за рубеж. Попытки создать местную (отечественную) систему предпринимаются достаточно регулярно, но создать новую международную систему, видимо, нереально.

В этом отношении Visa, конечно, демонстрирует огромные возможности доступа по всему миру: 1 млн банкоматов и 21 млн торговых точек, в которых ее карту принимают, а MasterCard располагает 21,9 млн соглашений с торгово-сервисными точками об использовании свой карты (2003). В известной степени это накладывает ограничения на характер конкуренции отечественных систем с международными гигантами в этой области, особенно с точки зрения удобства для потребителя.

Российские бизнесмены и верхние слои среднего класса хорошо знакомы со стандартами обслуживания в солидных зарубежных банках. Тем самым при выборе как банков, так и карточных систем они руководствуются критерием доступа к максимально большому числу торговых точек не только в стране, но и в мире при высокой надежности трансакции и защищенности информации. В силу этого на внутреннем рынке сто́ит рассматривать

конкуренцию в двух сегментах: более простых (зарплатных по назначению) карт и классических с их большими функциональными возможностями. Для примера приведем данные о структуре трансакций по Visa в России и Польше (табл. 3.18).

Таблица 3.18

Трансакции Visa в России и Польше в 2003–2004 г.

Показатель	Россия	Польша
Количество карт, всего, млн	11,84	10,23
Классик, Голд, Платинум	1,25	1,70
Электрон	10,59	8,53
Количество трансакций, всего, млн.	168,53	395,44
Классик, Голд, Платинум	27,68	54,65
Электрон	140,85	340,79
Объем, млрд долл.	18,92	23,55
Классик, Голд, Платинум	5,39	4,09
Электрон	13,53	19,46
Размер трансакции по покупке товаров и услуг, долл.		
Классик, Голд, Платинум	143,80	44,10
Электрон	32,60	26,00
Размер трансакции по снятию наличных, долл.		
Классик, Голд, Платинум	225,00	204,90
Электрон	101,10	65,80

Уступая Польше по длительности развития системы и по количеству трансакций на одну карточку (в 4 раза по Электрону), Россия намного превосходит ее по среднему размеру трансакций. В обычных условиях развитых стран чем меньше средняя величина покупки, тем развитее рынок, так как в этом случае картой оплачивают повседневно и дорогие, и мелкие, обыденные покупки. Это справедливо и для России — по картам Электрон размер трансакций выровнялся при покупке товаров и почти выровнялся при снятии наличных средств. По основным продуктам Visa Россия обошла Польшу по объему трансакций, но заметно уступает именно по широте и частоте использования Электрона. Можно предположить, что любые отставания по общим показателям будут перекрыты в один-два года. Уже в 2003 г. численность россиян — держателей карточек превысила 10% населения, причем более чем вчетверо вырос объем настоящих кредитных карт. Для

реализации зарплатных проектов используются, как правило, самые простые базовые продукты платежных систем: карты Visa Electron платежной системы Visa либо карты Maestro системы MasterCard[1]. В то же время по классическим картам заметно, что россияне делают более крупные разовые покупки — это указывает на различие в характере стран, в их распределении доходов. Таблица 3.19 показывает динамику процесса, который отражает успех общей стратегии постепенной легализации доходов, развития банковской инфраструктуры и обучения населения пользоваться «пластиком». Практически за последнее время в платежной системе нет серьезных ограничений, которые бы отрицательно влияли на экономические процессы.

Таблица 3.19

Динамика количества банковских карт, эмитированных кредитными организациями (тыс. ед.)

Тип карт	01.10.03	01.01.04	01.04.04	01.07.04
Общее количество банковских карт	21 259	24 021	26 001	28 706
Из них:				
расчетные	21 113	23 815	25 482	27 715
кредитные	146	206	518	974
предоплаченные*	—	—	—	17

** Сбор сведений начался с 01.07.04.*

Таким образом, идет параллельное развитие карточных систем для обоих типов российских клиентов. Представляется, что перспективы развития кредитных карточек в подлинном смысле — с возможностями кредита — могут быть и не столь благоприятными, поскольку социальное неравенство в стране довольно стабильно — экономический подъем не слишком изменил распределения доходов при значительном общем росте. Сегментация рынка по социальному уровню клиентов отчасти корреспондирует с региональными различиями, поскольку большая масса состоятельных потребителей, а также магазинов и терминалов сосредоточены в двух столичных городах. Здесь же в большой мере сконцентрированы расходы иностранных туристов и делегаций, которые, используя Visa, по оценке, потратили в России примерно 1 млрд долл. только в 2003 г.

[1] *Галухина Я.* Уже мода, еще не привычка // Эксперт. 19.04.2004.

В этом процессе видны определенные тенденции (табл. 3.20–3.21). Заметно численное преимущество системы MasterCard, которая в полтора раза обогнала Visa по числу организаций, выпускающих данную карточку (более 570 банков). Видимо, эта стратегия предполагает «продвижение вглубь» страны, охватывая банки и регионы, с целью закрепиться именно в качестве национальной системы платежей. По сути, MasterCard пытается реализовать эту стратегию, максимизируя число банков-эмитентов. В то же время очевидно, что Visa при меньшем числе эмитентов выбрала более «острое продолжение», как сказали бы шахматисты. Опираясь на ассоциацию 300 ведущих банков страны, она довольно быстро вышла на критический рубеж — 40% всех выпущенных карточек — что вместе с MasterCard составляет почти 62% всех карточек, выпущенных в России, т.е. величина, близкая к показателям ряда зарубежных стран. Остальные системы охватывают гораздо меньше эмитентов на середину 2004 г.: Union Card — 175, Золотая Корона — 147, Diners Club — 97 банков. Конкуренция на российском рынке между различными платежными системами за последние годы уже привела к значительному снижению тарифов и повышению надежности системы платежей.

Таблица 3.20

Распределение платежных систем по количеству эмитированных банковских карт (тыс. ед.)

Платежная система	**01.10.03**	**01.01.04**	**01.04.04**	**01.07.04**
Общее количество эмитированных карт	21 259	24 021	26 001	28 706
Из них:				
Visa International	7415	9160	10 384	11 772
MasterCard Int.	4245	4835	5297	5956
АС Сберкарт	2556	2700	2514	2591
Union Card	2310	2276	2322	2246
Золотая Корона	1412	1483	1619	1777
STB Card	890	1043	1251	1533
Accord	806	854	889	898
Русский Стандарт	288	381	630	980
NCC	208	227	234	262
Funchip	77	80	87	88
Другие	1290	1262	1246	1123

Таблица 3.21

Динамика количества и объемов операций, совершенных на территории Российской Федерации с использованием платежных карт, по платежным системам*

Платежная система	2003 г.						2004 г.			
	II кв.		III кв.		IV кв.		I кв.		II кв.	
	млн ед.	млрд руб.	млн ед.	млрд руб.	млн ед.	млрд руб.	млн ед.	млрд руб.	млн ед.	млрд руб.
Visa International	32,0	100,4	35,3	116,2	42,6	142,4	46,0	150,4	55,5	182,8
MasterCard Int.	17,4	50,6	18,8	58,1	22,8	71,2	24,4	75,4	29,6	91,5
АС Сберкарт	13,9	46,0	14,6	57,2	16,1	68,6	16,0	61,2	18,3	76,0
Union Card	10,3	26,0	10,2	27,3	11,2	29,6	10,9	30,1	11,5	34,3
Золотая Корона	7,6	14,0	7,6	15,1	8,5	17,4	8,9	16,6	10,1	19,3
Accord	4,9	7,8	5,4	9,2	5,7	10,4	5,9	10,0	6,6	11,5
STB Card	2,7	3,4	2,7	4,4	3,6	6,5	3,3	6,0	4,0	7,3
NCC	2,3	2,9	2,3	3,1	2,5	3,3	2,6	3,4	2,8	4,0
Миркарт	1,0	3,2	0,7	2,3	0,8	1,9	0,9	1,9	1,0	5,2
МСВ	0,0	3,4	0,0	4,0	0,0	4,7	0,0	3,6	0,0	3,4
Русский Стандарт	0,1	0,9	0,2	1,3	0,1	1,3	0,2	1,5	0,5	3,1
Другие	7,1	16,0	7,2	16,1	7,5	17,0	7,8	17,2	8,8	19,8
Итого	99,41	274,67	105,07	314,15	121,36	374,40	126,94	377,17	148,79	458,40

* Включены все операции по получению наличных денежных средств и оплате товаров и услуг (кроме операций по оплате таможенных платежей), совершенные на территории России с использованием платежных карт эмитентов-резидентов и нерезидентов.

В частности, Visa осваивает российский рынок путем снижения тарифов, снижения стоимости оборудования и демонстрацией надежности и безопасности. Это достигается за счет того, что Visa работает по открытым стандартам, с разными поставщиками — производителями карт, программного обеспечения и оборудования. Банки — члены Visa имеют больший выбор среди конкурирующих фирм-производителей, т. е. за счет конкуренции достигаются более выгодные тарифы для банков. Справедливости ради отметим, что обычно российские платежные системы работают по более «эксклюзивной» схеме — они предлагают банку раз-

местить заказ у одного единственного производителя заготовок для карт, заключить договор с одной компанией-разработчиком программного обеспечения и предоставляют процессинговые услуги в рамках, ограниченных собственными структурами.

В этом смысле международные платежные системы более гибки и открыты, фактически поощряя конкуренцию банков. Кстати, многие из отечественных производителей: «РозанФайненс», «Компас Плюс», «Банковский Производственный Центр», «Open Way», сотрудничающих с Visa и MasterCard в России, реализуют сегодня свои возможности за рубежом, предоставляя программно-аппаратные комплексы банкам в различных уголках мира.

Данные таблиц 3.20–3.21 показывают фактические позиции участников конкуренции в электронных платежах. Среди российских участников эти позиции теряют АС Сберкарт и Union Card (17% карточек по сравнению с 23% меньше года назад), явно преуспевает Русский Стандарт (по последним данным куплен MasterCard), стагнирует доля Золотой Короны. Обострение конкуренции в настоящее время связано именно с тем, что не всем удается использовать благоприятный период экстенсивного расширения простейших карточек при зарплатных схемах, чтобы закрепиться на рынке. Значительная часть национальных электронных средств остается локальной и не может проникнуть на наиболее выгодные столичные рынки[1]. Если исходить из предположения, что до 30% российского взрослого населения будет владеть в среднем двумя карточками, то можно ожидать в обозримом будущем удвоения числа выпущенных карт. Одновременно вряд ли можно ожидать их одинакового использования — практика показывает, что семьи сами достаточно осознанно устанавливают приоритеты в использовании карт по назначению[2]. Заметим, что такое развитие предполагает дальнейшее совершенствование банковской системы и повышение процента населения, располагающего банковскими счетами с 20% (уровень Египта и Индии) до 40% (ближе к уровню Испании). На рынке есть место многим продуктам, но успех предполагает весьма интенсивную конкуренцию.

[1] Достаточно сказать, что Социальная карта москвича основана на Visa.

[2] Американский опыт указывает на то, что семьи используют некую банковскую карту более активно, и при этом сохраняют иную карту как резервную на случай неполадок, превышения лимита и т.п.

Развитие инфраструктуры рынка России (табл. 3.22), на наш взгляд, идет не столь быстро, как это было бы возможно: 105 тыс. терминалов при 35 млн карт (на конец 2004 г.) представляются дисбалансом.

Таблица 3.22

Динамика развития инфраструктуры для осуществления операций с использованием платежных карт в РФ

Объект инфраструктуры	1.07.03	1.10.03	1.01.04	1.04.04	1.07.04
Пункты выдачи наличных	14 812	15 563	16 710	17 280	17 579
Организации торговли и услуг, с которыми кредитные организации заключили договоры	54 853	58 760	64 807	70 327	84 938
из них интернет-магазинов	696	738	818	821	1074
Банкоматы	11 134	12 379	13 978	15 334	16 741
для выдачи наличных денег	11 134	12 379	13 978	15 334	16 685
для оплаты товаров и услуг*	—	—	—	—	6127
Электронные терминалы	71 541	77 350	87 282	95 729	10 5239
для выдачи наличных денег	17 577	18 493	19 949	20 728	21 879
для оплаты товаров и услуг	53 964	58 857	67 333	75 001	84 326
Импринтеры	28 955	30 011	31 811	32 367	44 565
для выдачи наличных денег	6618	6803	7068	7207	7384
для оплаты товаров и услуг	22 337	23 208	24 743	25 160	36 865

* Сбор сведений начался с 01.07.04.

Отчасти это связано с социальным неравенством, отчасти — с трудностями перехода от денежной к электронной экономике для многих малых и средних предприятий, производящих услуги. На расширение инфраструктуры влияют региональные различия, теневой оборот, а также использование большой доли карт в зарубежных поездках. При высокой доле теневой экономики распространение электронных средств платежа сопряжено с препятствиями, легко устранимыми в обычной экономике.

Национальная платежная система

В условиях обострения конкуренции появляются различные проекты создания новых систем, в частности национальной платежной системы (НПС). Предпосылкой их являются значительные интеллектуальные ресурсы в стране, способные сформировать самостоятельную, а не использовать «чужую» систему. Этот важ-

ный аспект развития российского рынка требует более подробного анализа. В российских реалиях движущей силой идеи создания НПС являются коммерческие интересы региональных платежных систем, которые видят для себя перспективу в развитии через объединение и выход на более широкие рынки внутри страны.

Вместе с тем в России успешно работают системы внутрироссийских платежей международных платежных систем (Visa и MasterCard). Они обеспечивают прохождение клиринга и расчетов между банками — участниками международных платежных систем в рублях в расчетном банке, находящемся на территории России. Например, если совершается покупка в российском магазине по карте Visa или MasterCard российского банка, то движение средств за данную операцию происходит в российских рублях по корсчетам банков — участников вышеуказанной операции (банк — эмитент карты и банк — эквайер, осуществляющий обслуживание торговой точки). По данным Visa и MasterCard подавляющее большинство трансакций (количество и объемы) проходит именно по внутрироссийским расчетным схемам.

Алгоритм создания эффективной платежной системы требует:

- изучить платежные операции в стране;
- решить, какие платежные инструменты в наибольшей степени увеличат поток платежей;
- понять, как поощрить использование платежной системы и участие банков;
- разработать архитектуру платежной системы;
- определить роли, ответственность и обязанности всех сторон платежной системы;
- подготовить операционное регулирование и правовую основу;
- разработать стратегию управления рисками;
- сформировать операционную структуру (платформы, персонал, управление и пр.);
- привлечь финансовых посредников в систему;
- провести рекламную кампанию о системе для покупателей и выявить сегмент потенциальных клиентов.

Создание большой национальной системы по логике должно компенсировать какие-либо недостатки действующей системы. Обычно ссылаются на вопросы обеспечения безопасности, на

«иностранный» характер международных систем, вопросы конкуренции и т.п. Фактически быстрое развитие российского рынка банковских карт указывает на отсутствие каких-либо серьезных проблем, которые требовали бы создания новой дорогостоящей системы, не решающей какой-либо экономической проблемы страны. При этом почти не анализируется не слишком удачный опыт создания дорогостоящих французской и немецкой систем[1], которые практически оказались не альтернативой, а, скорее, дополнением к международным платежным системам. Процесс обсуждения правовой основы, принципов организации НПС, если началась бы ее разработка, занял бы, по всей видимости, именно тот период, в течение которого возможности экстенсивного роста платежной системы будут исчерпаны. Это важный практический момент — масштаб сложившихся сетей растет так быстро, что войти на этот рынок в пределах страны практически будет очень сложно.

Логика существующей модели платежных систем базируется на том, что маркетинговые мероприятия банков и платежных систем увеличивают использование карт в торговой сети (вместо снятия всей заработной платы из банкоматов), что увеличивает ресурсы банков и создает условия для развития сбережений и потребительского кредита. Тем самым денежные средства остаются на банковских счетах клиентов более длительное время, способствуя развитию банковской системы. Попытка создания НПС разрушала бы эту коммерческую логику, которая воздействует на маркетинговую и потребительскую составляющие, и не давала бы преимуществ потребителям и банкам. Скорее всего, такая система могла бы функционировать на сегменте дебетовых карточек по выплате заработной платы, хотя инвестиции и издержки были бы огромными. Каждый новый процессинговый центр стоит от 20 до 30 млн долл., не меньших средств потребовали бы терминалы и банковские автоматы. Маловероятно, что все регионы и банки стали бы вводить новую систему карт, так что всеобщность (в страновом масштабе) системы вряд ли могла быть достигнута. Возникла бы проблема создания нового программного обеспечения, процессинговой системы — всего того, что в мире уже пройдено, а в настоящее время лишь совершенствуется в целях повышения эффективности.

Для более сложных операций такая система неизбежно потребовала бы (прямо или косвенно через налоговые инструменты)

[1] Подробнее об этом см.: Проблемы прогнозирования. 2005. № 6.

вливания значительных государственных средств в создание процессинговых центров и закупки банками дополнительного оборудования, что легло бы дополнительным бременем на тарифы по пользованию картами. В случае ее реализации появился бы новый слой бюрократии, усилился надзор, что снизило бы эффективность безналичной платежной системы. В какой-то степени идея новой сети отражает временное наличие свободных финансовых государственных ресурсов в условиях подъема в России, использование которых выглядит привлекательным для различных проектов. Только на частные средства она явно не может быть реализована.

Идея НПС представляет собой, скорее, интеллектуальную задачу — экономически, по всей видимости, она нерентабельна, поскольку ни один макроэкономический фактор роста не усиливает в этом контексте своего действия. На микроуровне, помимо дополнительных вложений в ее создание, потребовалось бы государственное административное участие (точнее — навязывание) в ее распространении. Новая сеть не создает у потребителей, особенно состоятельных слоев населения в Москве и Санкт-Петербурге, стимулов к оплате карточки, не имеющей принципиальных преимуществ перед имеющимися средствами платежа. Так что главный потенциальный бенефициар безналичных сетей — потребитель — ничего бы не выиграл, скорее, проиграл по тарифам обслуживания карт.

Идея разработки НПС основана на предположении, что ее можно реализовать на частные инвестиции и сделать рентабельной. Это довольно рискованное утверждение, поскольку существующие простые зарплатные карточки (с ежемесячным снятием всей заработной платы) вообще не требуют никакой системы доступа к торговым предприятиям (тем более на всей национальной территории), а являются упрощением системы выплаты заработной платы, экономией на выдаче наличных средств. Можно представить себе бюрократическое внедрение системы с выдачей карт на руки — не ясно, как удалось бы заставить потребителей пользоваться этими картами за пределами операций по снятию наличных. Поэтому рентабельность такой системы была бы весьма низкой, поскольку оставалась бы в рамках зарплатного сегмента рынка.

В нынешней ситуации банки располагают открытыми стандартами, условиями для инноваций и широкой конкуренции.

В современных условиях позитивные эффекты безналичных сетей можно было бы усилить через концентрацию ресурсов на расширении числа торговых точек, принимающих банковские карты. Суммарные издержки всех участников в масштабах страны при создании НПС исчислялись бы в сотнях миллионов долларов с неясными эффектами. Есть достаточно убедительный опыт создания ПолКарт в Польше, где эту карту принимает примерно столько же торговых точек, что Visa и MasterCard (более 90%). В последние годы кредитные карты этой системы просто исчезли, а число трансакций дебетовых карт остановилось на 6 млн при быстрорастущем обороте (0,5 млрд трансакций, что дает ей только около 1%).

Представляются несколько надуманными заявления о повышении безопасности трансакций в НПС. Во-первых, большинство семейных потребительских операций не несет реальной информации, которую было бы важно дополнительно защищать. Большая часть операций (примерно 90%) не выходит на программно-аппаратные комплексы международных платежных систем за пределами России, так как эти операции замыкаются на уровне процессинговых центров российских банков. Во-вторых, основные проблемы надежности и защиты карточек актуальны для тех слоев населения, которым важен доступ к системе платежей за рубежом. Visa, например, подчеркивает, что 90% расчетов в рублях обрабатывается внутри страны. В-третьих, замечания о том, что международные платежные системы работают в России «по иностранным правилам», связаны с непониманием того, что эти правила практически носят международный характер и обеспечили невероятный успех сетей для создания безналичных расчетов. России было бы важно использовать этот огромный опыт для своего развития. В конечном итоге пластиковая карта — это способ учета, фактор транспарентности и инструмент глобальной безналичной платежной системы.

Распространение банковских карт в России

Региональное распределение выпуска карт отражает характер бизнеса, концентрацию личного богатства и доходов, а также распространение зарплатных систем. В России (в отличие от стран ЦВЕ) выделяется несколько регионов с более интенсивным развитием и включением в глобальную конкуренцию: Москва и об-

ласть; район Санкт-Петербурга; регионы, прилегающие к Черному и Азовскому морям. Кроме них можно выделить еще несколько регионов с большим экспортом сырья и углеводородов, что влияет на характер развития систем карт. Так, тройка регионов-лидеров по эмиссии за три года не изменилась. По итогам 2003 г. первое место занимает Москва и Московская область (7 млн ед.), на втором — Санкт-Петербург (2 млн ед.) и третье место у Тюменской области. По округам видна вполне предсказуемая тенденция — ЦФО продолжает наращивать отрыв по кредитным карточкам от остальных округов. Это относится как к выпуску, так и к использованию карт (табл. 3.23, 3.24). В частности на ЦФО приходится около трети операций с наличностью и более 40% торговых трансакций. Период текущего экономического подъема представляется ключевым для формирования безналичных платежных систем, поскольку при благоприятном развитии событий уже через два–три года возможности экстенсивного роста будут исчерпаны. После этого борьба за клиента пойдет за счет повышения качества услуг на более зрелом рынке. Россия проходит ускоренным темпом развитие карточной системы, которая по своим параметрам аналогична системе в странах ЦВЕ с поправкой на бóльшую социальную дифференциацию. Конкуренция будет усиливаться по мере исчерпания экстенсивных факторов расширения систем.

Таблица 3.23

Сведения о количестве банковских карт, эмитированных кредитными организациями (их филиалами), зарегистрированными на территории федерального округа

Федеральный округ	2003 г.		2004 г.		Темп роста, %
	количество карт, ед.	удельный вес, %	количество карт, ед.	удельный вес, %	
Центральный	8 332 918	35	13 879 828	39	167
Северо-Западный	3 387 184	14	4 317 430	12	127
Южный	1 276 061	5	18 80 523	5	147
Приволжский	4 216 356	18	5 354 834	15	127
Уральский	3 101 205	13	4 314 300	12	139
Сибирский	2 786 055	12	3 952 756	11	142
Дальневосточный	921 313	4	1 457 144	4	158
Всего по России	24 021 092	100	35 156 815	100	146

Таблица 3.24

Количество и объемы операций, совершенных на территории региона с использованием платежных карт

Федеральный округ	2003 г.		2004 г.	
	количество, млн ед.	объем, млрд руб.	количество, млн ед.	объем, млрд руб.
Центральный	26,8	115,3	40,0	170,2
Северо-Западный	17,2	51,8	24,8	89,4
Южный	5,5	16,5	8,4	26,8
Приволжский	21,9	51,1	28,7	77,9
Уральский	15,4	58,3	21,2	85,1
Сибирский	14,4	42,6	20,3	67,2
Дальневосточный	3,9	15,4	6,1	26,5
Всего по России	105,0	350,9	149,6	543,1

Оценки на будущее

В будущем можно ожидать значительной конкуренции между иностранными и ведущими российскими банками за обслуживание состоятельной части населения, в том числе путем выпуска кредитных карт. Представители данного бизнеса весьма оптимистичны: «По последним данным ЦБ, в России выпущено около 29 млн банковских карт, которые по большей части являются дебетовыми, зарплатными. Количество же кредитных карт пока незначительно — примерно 1,2% от общей эмиссии». Тем не менее, гендиректор представительства Visa в России Лу Наумовский уверен, что в будущем году по темпам роста кредитные карты примерно в 0,7 раза будут превышать дебетовые. С ним согласен и глава российского представительства MasterCard Андрей Королев: «На основе устойчивого роста в секторе потребкредитования через 2–3 года количество кредитных карт сравняется с количеством дебетовых»[1]. По нашему мнению, быстрый рост числа дебетовых зарплатных карт исключает их выравнивание с кредитными по численности. А вот среди классических карт нарастание кредитных вполне вероятно. Россия уже сейчас значительно опережает (например, по количеству карт) прогнозы, выполненные летом 2004 г. на базе статистики предыдущего года (табл. 3.25).

[1] *Каледина А.* Цена кредитной карты // Известия. 22.09.04.

Естественные процессы развития безналичных платежных систем, конкуренция банков за потребителей привели к бурному распространению банковских карт, число которых уже превысило 30 млн. Можно ожидать продолжения роста количества банковских карт до уровня «две карты на человека с банковским счетом», а также постепенного расширения собственно кредитных карт и потребительского кредита в данной форме. Долгосрочные интересы государства состоят в том, чтобы обеспечить транспарентность финансовых потоков, развить банковскую розничную сеть, сократить общие издержки обращения и способствовать расширению круга пользователей среди населения.

Таблица 3.25

Прогноз развития дебетовых карт: 2003–2008 гг. (млн)

Показатель	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.
Польша						
Количество трансакций	447,9	495,8	541,9	584,2	626,3	665,1
Объем трансакций (млн злотых)	107 222,0	122 769,2	137 501,5	150 976,6	165 319,4	177 883,7
Количество карт в обороте	15,7	17,2	18,7	20,1	21,6	23,1
Россия						
Количество трансакций	431,1	538,8	646,6	743,6	832,8	916,1
Объем трансакций (млн долл.)	18,5	24,975	32,217	40,272	48,326	55,575
Количество карт в обороте	16,7	21,3	25,1	28,1	30,9	33,4

Конкуренция различных платежных систем в последние годы адекватно реагировала на потребности экономики и создавала условия для ее роста. Идея НПС предполагает искусственное (скорее административное) вмешательство в естественные процессы развития. Ее реализация вряд ли возможна без принудительных мер и огромных вложений государственных средств при крайне малой вероятности ее коммерческой рентабельности. В то же время стоило бы завершить упорядочение правовой базы безна-

личного оборота и кредитования по банковским картам с целью развития оборота и потребительского кредита.

Существует сравнительно простой набор мер, которые могли бы расширить сферу действия банковских карт, подталкивая определенный круг организаций и торговых точек к оплате по картам, включая оплату в тех сферах, в которых есть традиция сокрытия самого факта платежей и доходов для ухода от налогов. Стоит использовать банковские карты как средство повышения прозрачности экономики, средства, сужающего по своей природе сферу наличного оборота. Дополнительные меры административного и налогового стимулирования развития безналичных платежных систем будут легко окупаться за счет системных эффектов. По мере распространения карты в России станут таким же средством развития экономики, как и в развитых странах. Огромные преимущества безналичной системы платежей было бы целесообразно поддержать со стороны государства, чтобы реализовать потенциал этих систем для увеличения прозрачности экономики и роста производства.

3.8. Современное состояние развития финансовых рынков в России[1] (2006)

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.

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.

[1] *Григорьев Л.М.* Современное состояние развития финансовых рынков в России / Финансовая система России и экономический рост. М.: МОНФ, 2006. С. 8–48. Данная глава опирается на работу, выполненную в 2002 году в рамках проекта ТАСИС «Состояние и прогноз развития финансовых рынков до 2010 года».

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 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. Продукция машиностроения росла 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 оправились от краха 1998 г. 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 г. справедливо отмечала: «Доступность долгосрочных инвестиционных и кредитных ресурсов — важнейшее условие модернизации и диверсификации экономики. В настоящее время российская финансовая система в значительной мере удовлетворяет потреб-

ность экономики в краткосрочных инвестиционных и кредитных ресурсах, но пока не способна предоставлять в достаточной мере долгосрочные ресурсы»[1]. Данное заключение основано (в скрытом виде) на широко распространенном мнении, что российская экономика в общем «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[2]. 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.

[1] Программа социально-экономического развития Российской Федерации на среднесрочную перспективу, утвержденная распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 августа 2003 г. № 1163-р.

[2] См.: *Рубченко М.* Интервью О.Вьюгина: Ликвидность возвращается // Эксперт. 2005. № 28. С. 46–48.

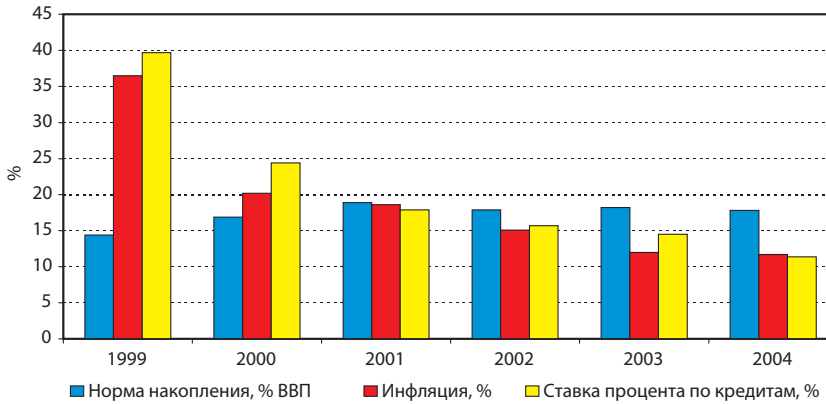

Рис. 3.11. **Основные макроэкономические показатели, %**

Источник: ЦБ РФ

Как показывает рис. 3.11 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%. Рис. 3.12 показывает большой рост кредитования нефинансового сектора в последние годы, 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. табл. 3.26). Тем самым постоянно витает в воздухе угроза банковского кризиса типа того, 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.

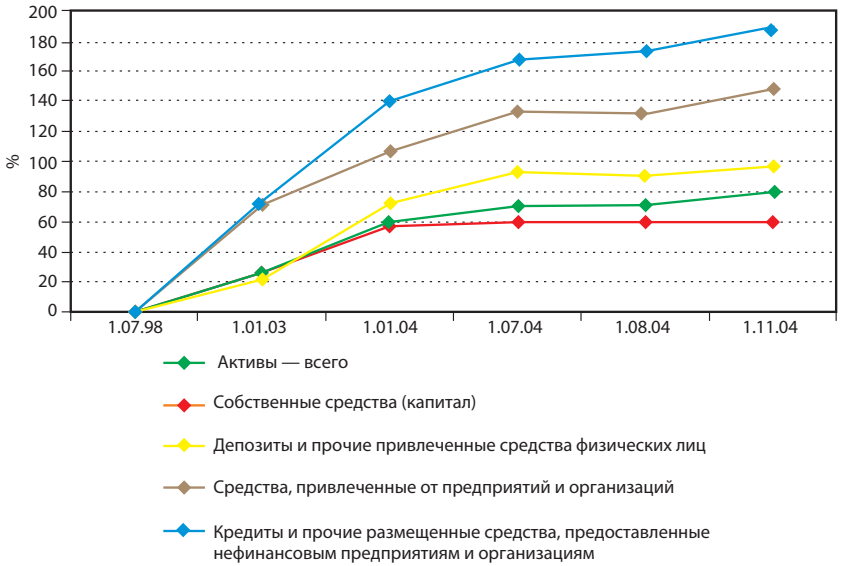

Рис. 3.12. **Динамика роста основных статей активов и пассивов банковской системы, 1998–2004 гг.**

Примечание: В реальном исчислении, с поправкой на инфляцию и девальвацию к 01.07.98.

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 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 г. 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 тенденции 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. Несмотря на преодоление основных последствий кризиса 1998 г. и устойчи-

вого 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. рис. 3.13). 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

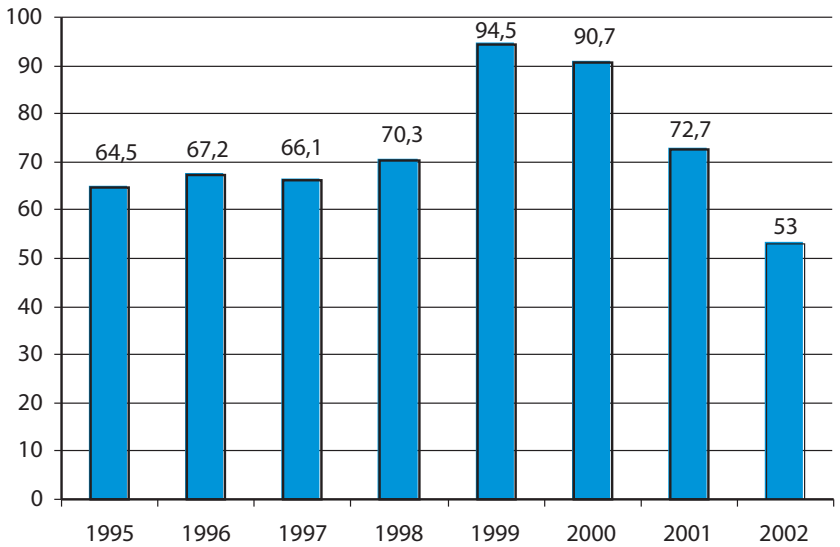

Рис. 3.13. **Рыночная капитализация (53 основные биржи мира)**

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

торговли не столь велики с учетом сохранения возможности блокировать важные решения с 25%+1 акция, что ведет к тенденции к концентрации контроля в 75%.

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. 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»[1]. 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»[2].

[1] См.: Доклад «Состояние и прогноз развития финансовых рынков до 2010 года». ТАСИС. М., 2003.

[2] Программа социально-экономического развития Российской Федерации на среднесрочную перспективу, утвержденная распоряжением Правительства Российской Федерации от 15 августа 2003 г. № 1163-р.

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»[1]. 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

[1] Основные направления деятельности Правительства РФ на период до 2008 года, утвержденная Председателем Правительства РФ М.Е.Фрадковым от 28 июля 2004 г.

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 гг. обеспечил значительный рост экономики — среднегодовые темпы прироста ВВП за эти годы составил 6,8%, средний прирост капиталовложений составил более 10% (см. табл. 3.26). 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 г. подъем стал замедляться, с опозданием на десять лет стали складываться условия для модернизации, хотя условия для инвестирования оставались, конечно, ниже уровня массового инвестиционного подъема.

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.

Таблица 3.26

Макроэкономические показатели России, 1997–2004 и оценки 2005 года

Показатель	Среднее 1997–1999	Среднее 2001–2004	2003	2004	2005П
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 РФ; прогнозы ИЭФ.

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“».

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);
- 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.

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. Одна позиция (которая, по-видимому, впервые была четко сформулирована Й.Шумпетером) исходит из активного влияния финансовых институтов на экономику за счет более эффективной трансформации сбережений в инвестиции. Важным продвижением в данной области стала недавняя серия исследований, проведенных экспертами Всемирного банка, где на основе обширного материала эмпирически исследовалась связь между показателями финансовой системы и темпами экономического роста. При этом анализ влияния проводился на нескольких уровнях: путем сопоставления значений и динамики показателей по большим выборкам стран, отраслей и отдельных предприятий. Важное значение имеют также недавние

публикации, рассматривающие взаимосвязь между развитием финансовой системы и институциональной средой (включая тип законодательной системы, ее ориентацию на обеспечение прав инвесторов, обеспечение контрактного права и т.д.). Эти работы убедительно продемонстрировали, что показатели развития финансовой системы не просто коррелируют с долгосрочными темпами экономического роста, но что связь между ними носит устойчивый причинно-следственный характер. Кроме того, были получены новые важные данные относительно механизмов влияния финансовых институтов на экономику. 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 развития 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 институтов страны в условиях вступления в ВТО.

Напомним, как функции финансовых рынков были описаны Нобелевским лауреатом Дж.Стиглицем в специальной работе по переходным экономикам в самом начале 90-х годов[1]: 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 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, 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

[1] *Stiglitz J.* Financial Systems for Eastern Europe's Emerging Democracies. San Francisco, Cal.: ICS press US, 1993. P. 9–10.

уникально российскими, но для целей нашего исследования представляются исключительно важными с точки зрения взаимоотношений финансового и реального сектора экономики страны. Первой из их 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 минуют внутреннюю банковскую систему (кроме как для «отмывки») и не создают дополнительного предложения финансовых ресурсов;
- нет понижающего давления на ставку процента;
- налоговые средства минуют 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 капиталоэкспортирующей 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 быстроокупаемыми 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 г. 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 ло-

вушка» 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 про-

мышленного 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.

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-е 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 тыс. долл. 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 бóльшую 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 котором 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) «квазискрытого собственника», который явно присутствует в жизни компании, управляет ею, но на собраниях акционеров и в Совете директоров действует на основании доверенностей от оффшоров. «Квазискрытый собственник» — обычно физическое лицо (или группа таких лиц), которого все знают и которое фактически реально контролирует и управляет активами в России (часто здесь и находятся), но юридически экранировано оффшорными юридическими лицами, поэтому предъявить к нему претензии проблематично[1]. При этом его все знают, он пользуется своими

[1] См.: *Григорьев Л.М.* Выступление на 11-м ежегодном симпозиуме Московской высшей школы социальных и экономических наук // Пути России: существующие ограничения и возможные варианты. М.: МВШСЭН, 2004.

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 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 стимулиро-

вано тем, что впервые на фоне политической и макроэкономической стабилизации появилась возможности реализовать «приватизационные выигрыши». Поскольку приватизация оставила сложную систему взаимоучастий, 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 оффшорах) 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 млрд долл. 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.)[1]. Таблица 3.27 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 3.27 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%.

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»).

[1] См.: Доклад о мировых инвестициях. ЮНКТАД, ООН, 2004.

Таблица 3.27

Показатели ввоза и вывоза капитала из России в 1999–2004 годах (в млрд долл., 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
5. Превышение ввоза над вывозом (3 + 4)***	1,4	–0,9	0,3	–0,9	–5,5	–2,0
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
9. «Бегство» капиталов (6 + 7 + 8)	–16,9	–18,7	–15,0	–18,2	–26,8	–35,2
10. Валовой вывоз капитала (3 + 9)	–18,8	–22,3	–17,5	–22,5	–39,1	–48,9
11. Чистый вывоз капитала (5 + 9)***	–15,5	–19,6	–14,8	–19,0	–32,3	–46,9
12. Отношение легального вывоза к валовому, % (3./9.)	10,4	16,1	14,0	19,2	31,4	38,9
13. Экспорт	75,6	105,0	101,9	107,3	135,9	183,5
14. Сальдо торгового баланса	36,0	60,2	48,1	46,3	60,5	87,1
15. Отношение вывоза капитала к экспорту, %	25	21	17	21	29	25,6
16. Отношение вывоза капитала к торговому сальдо, %	52	37	36	49	65	53,8

* 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.

Рассчитано по данным платежного баланса ЦБ.

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 в 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 гг., соответственно 12 и 26,4 млрд долл. 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 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. Ключевой показатель развития на ранней стадии формирования институтов прав собственности, — это все-таки объем кредитов банковского сектора нефинансовому сектору. В России 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.

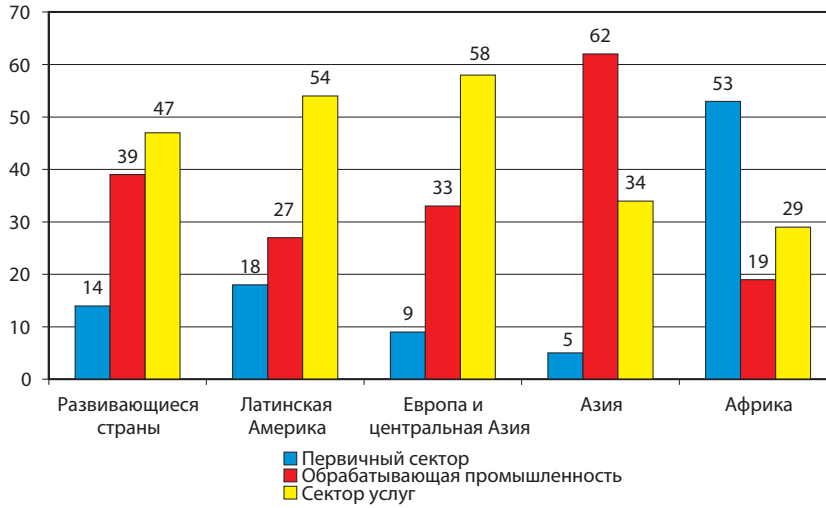

Рис. 3.14. **Распределение накопленных вложений прямых иностранных капиталовложений (%) у развивающихся стран и по регионам в 2002 г.**

Источник: Global Development Finance. Wash., D.C.: the World Bank, 2004. P. 82 (Figure 3.6).

Рис. 3.14 показывает, что в восьми странах[1] 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 переходного периода в силу важнейших факторов: специфика приватизации и корпоративного контроля; специфика доминирования экспортных секторов и экспорта капиталов; последствия краха 1998 г.

[1] Венгрия, Польша, Словакия, Словения, Чехия, Латвия, Литва, Эстония.

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 также жилищное строительство[1]. «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.

[1] См.: Том 1 Раздел 1.6 данного издания.

Таблица 3.28

Показатели инвестиционного процесса, 1997–2004 гг.

Показатели	Средняя за 1997–1999 гг.	Средняя за 2001–2004 гг.	2001	2002	2003	2004
Темп прироста валового накопления основного капитала, %	–5,0	10,9	10,2	2,8	12,8	10,8
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 средства	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 предприятиям 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 Всемирным 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 гг. 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 годов, 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, переложенная 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)»[1]. Можно утверждать, что за последние пятнадцать лет не было начато и проведено практически никаких инфраструктурных проектов национального значения. Исключение составляет строительство шоссейных дорог за счет одного из займов Всемирного банка, а также завершение долгостроев советского времени за счет средств естественных монополий. Одним из неожиданных результатов подъема стал

[1] Обзор БЭА за 1999 год. С. 110.

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 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»[1].

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. 3.28) 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 г. 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 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,

[1] См.: *Григорьев Л.М.* Старая боль нового правительства // Московские новости. 1996. № 29.

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[1]. Специальные зоны — первая робкая попытка создания инновационной политики — необходимость реформы инновационной системы сохраняется.

Инвестиционный рост последних лет имел три «локомотива» с точки зрения вклада в инвестиционный спрос (табл. 3.29): 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 Россия, 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 машиностроение и металлообработку, легкую промышленность.

Пример нефтяной и газовой промышленности с их огромной долей (22%) всех вложений страны ясно указывает на сегментированность (на отраслевом уровне) российской экономики

[1] См.: Государственная политика развития отраслей информационных технологий // Инновационная экономика / Под ред. А.А.Дынкина, Н.И.Ивановой. 2-е изд. М.: Наука, 2004. С. 204–227.

Таблица 3.29

Темпы прироста физического объема инвестиций по отраслям (в % без досчетов за 2002–2003 гг.)

	Все средние предприятия			Крупные и средние предприятия			Вклад* отраслей в рост 2000–2003 гг., %
	1999	2000	2001	2001	2002	2003	
1	2	3	4	5	6	7	8
Группа 1: инфраструктурные отрасли	**19,7**	**22,5**	**7,8**	**5,8**	**–5,4**	**15,4**	**29,7**
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
Группа 2: конкурирующие с импортом	**20,5**	**–18,3**	**7,3**	**8,4**	**13,0**	**15,1**	**5,8**
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

Продолжение табл. 3.29

1	2	3	4	5	6	7	8
Группа 3: ЖКХ, строительство, торговля	**–3,1**	**10,6**	**3,7**	**–5,3**	**12,7**	**8,9**	**19,6**
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
Группа 4: нефть и газ	**28,3**	**49,3**	**19,2**	**13,2**	**–11,3**	**20,7**	**17,9**
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
Группа 5: конкурирующий экспорт	**22,4**	**21,5**	**21,0**	**13,2**	**–2,5**	**10,3**	**6,8**
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

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

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, стремление 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 коммерческие 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.

Потребуются 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.

3.9. Мировой финансовый шок — 2008: старт глобального кризиса[1] (2009)

Осенью 2008 г. финансовый кризис в США трансформировался в тяжелейшее потрясение мировой финансовой системы. Этот шок ускорил переход рецессии в США, которая тянулась весь 2008 г. и началась с ипотечного кризиса в августе 2007 г., в мировую рецессию. Историки будут датировать старт мирового финансового кризиса, видимо, банкротством Lehman Brothers 15 сентября 2008 г. Мы наблюдаем развертывание первой глобальной рецессии с финансовым кризисом, предшествующим сокращению объема реального производства[2]. Сложное сочетание «расплавления» важнейших элементов кредитной системы США, распространения, биржевого, банковского и кредитного кризиса по всему миру с явным циклическим содержанием делает его «системным кризисом». Это понятие обозначает не столько масштаб и глубину потрясений, сколько указывает на последующие системные изменения в мировой экономике, ее циклической модели, финансового сектора и финансового регулирования, возможно, общих правил функционирования бизнеса в сфере корпоративного контроля. Высокая скорость сокращения производства и мировой торговли, рост безработицы и сжатие продолжаются и сопровождаются потерей доверия экономических агентов к финансовым регуляторам (особенно в США) и действиям правительств, что резко снижает эффективность антикризисных действий государственных органов по всему миру.

Предыдущий период «стационарный режим» длился треть века с середины 70-х годов и характеризовался объединением всех стран в рамках открытой рыночной экономики, ее глобализаци-

[1] *Григорьев Л., Салихов М.* Мировой финансовый шок — 2008: старт глобального кризиса/Стратегии социально-экономического развития России: влияние кризиса. В 2 ч. Ч. 1. Коллектив авторов. М.: Экон-Информ, 2009. С. 7–33.

[2] Финансовые шоки обычно предшествуют кризисам: биржевые обвалы, банкротства, — но рецессия вызывает глубокие потрясения во всей финансовой системе на поздних стадиях кризиса.

ей и широкой либерализацией как товарных, так и финансовых рынков, переходом человечества к попыткам решения глобальных проблем (бедности, климата, прав человека и других). Этому периоду были свойственны широкие колебания цен на энергоносители, огромная трудовая миграция, увеличение трансграничных потоков капитала и ряд фундаментальных дисбалансов в финансовой сфере.

Так локальный спад в ипотечном секторе США за год (с августа 2007 г. по август 2008 г.) превратился в глубокий финансовый кризис. С I квартала 2008 г. США стали входить в рецессию[1], а осенью стало очевидным, что впервые после кризиса 1974–1975 гг. она охватит весь развитый мир. Падение спроса в развитых странах, сокращение импорта нефтяных экспортеров в условиях глобализации и торговой взаимозависимости уже повлекли за собой резкое снижение темпов роста развивающихся стран с конца 2008 г., хотя сохраняется надежда на определенный «автономный» рост в Китае, Индии и ряде других государств, характеризующихся емкими внутренними рынками и достаточной отраслевой диверсификацией.

Ядро нынешнего кризиса оказалось в финансовом секторе, стартовав с падения ипотечных закладных в США, быстро перейдя по всему миру в спад строительства, автомобильной промышленности, розничной торговли. В свою очередь, кризис в капитало- и материалоемких отраслях потянул вниз как спрос, так и цены на сырьевые товары, особенно металлы и энергоносители. Практически идентичные отрасли затронуты по всему миру: строительство, металлургия, строительные материалы, недвижимость, розничная торговля. В США розничные продажи в апреле 2009 г. упали на 10,7% против апреля 2008 г., снижение розничных продаж наблюдается уже 16 месяцев подряд. По мере роста безработицы (9,5% летом 2009 г.) и падения личных доходов идет снижение оборота в гостиничном и ресторанном бизнесе, туризме, транспорте. Синхронность кризиса по странам, быстрота распространения информации и снижения заказов и поставок не оставляют, как это было раньше, хоть какого-то пространства, которое «покупает, а не продает» по инерции или

[1] По определению National Bureau of Economic Research (NBER), данному 01.12.2008, рецессия началась с декабря 2007 года.

неведению, а главное — по причине изоляции. Сокращение спроса и распространение кризиса идет сходными путями в основных регионах мира.

Специалисты не ожидают падения ВВП на 40%, как было в США в начале 1930-х годов. Тогда «разгром» мировой экономики шел именно в форме торговых войн. Но население, бизнес и правительства вовлеченных стран могут воспринимать угрозу мирового экономического кризиса масштаба Великой депрессии как вполне реальную. Чтобы мрачные прогнозы не реализовались, меры, принимаемые на уровне правительств, должны быть эффективными. При условии стабилизации положения в финансовом секторе, предотвращения резкого усиления торгового и финансового протекционизма, координации действий правительств и недопущения глубокого спада в большой группе стран мировую рецессию еще можно удержать в «разумных пределах».

От ипотечного кризиса в США — к подрыву доверия в мире

Нынешней рецессии предшествовал едва ли не самый значительный подъем в обозримом прошлом: в 2003–2008 гг. мировой ВВП вырос на треть[1] — даже в вполне удачные 1990-е годы на это ушло восемь лет. Мир отвык от глубоких циклических потрясений, население ведущих стран за последние два десятилетия (кроме стран с переходной экономикой) не страдало от значительной безработицы. Именно в 1990-е годы человечество пришло к постановке крупных глобальных задач: защита окружающей среды и климата; борьба с бедностью — Цели Тысячелетия (Millennium Development Goals); информационная революция; формирование массового среднего класса в развивающихся странах; не вполне удачная попытка бесконфликтного существования после исчезновения «советского блока». За двадцать предшествовавших лет мировой ВВП вырос вдвое (несмотря на переходный кризис), и был проведен широкомасштабный эксперимент в области либерализации международной торговли (ВТО), финансовых услуг, потоков труда и капиталов, региональной интеграции (ЕС).

[1] По удельным весам по ППС (данные МВФ).

К 2008 г. сформировались условия для циклического кризиса: перенакопление в ходе интенсивного подъема, усиление отраслевых дисбалансов, повышение инфляции (см. рис. 3.15). Можно утверждать, что подъем утратил свою устойчивость в августе 2007 г., когда затяжной кризис в секторе жилищного строительства США стал переходить в кризис ипотеки и распространяться на финансовый сектор, а цены не нефть стали быстро расти с уровня 50–60 долл. за баррель к знаковому порогу в 100 долл. Именно в этот период начался взлет цен на металлы и продовольствие, а Россия испытала первый шок кризиса ликвидности.

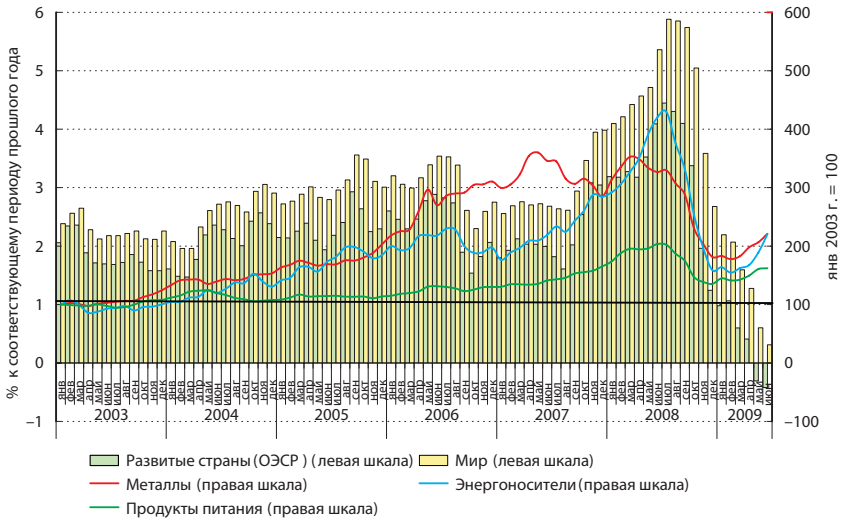

Рис. 3.15. **Динамика потребительских цен (развитые страны и мир) и индексы мировых цен на сырьевые товары**

Источник: МВФ, Всемирный банк, расчеты ИЭФ

Оценки будущего развития мировой экономики становились все более пессимистичными. Проблема «токсичных» американских активов обострялась в течение последующих 12 месяцев, но после ряда банкротств и слияний в течение первого полугодия 2008 г. возникла своего рода летняя «отпускная» пауза. К сожалению, она была воспринята как свидетельство стабилизации ситуации не только бизнесом, но и, по всей видимости, регуляторами,

включая ФРС, Минфин США, МВФ и др. В полном соответствии с историей экономических потрясений в последние четыре века самый серьезный кризис, несмотря на множество предсказателей, аудиторов, аналитиков и регуляторов, разразился внезапно[1]. На конец 2008 г. масштабы потерь активов мировой финансовой системы достигли — по некоторым оценкам — десяти триллионов долларов, что одно это гарантирует тяжелейшие долгосрочные проблемы с кредитом.

По-видимому, в крупнейших американских финансовых компаниях, в наибольшей степени пострадавших от кризиса, до последнего момента никто не осознавал степени риска и угрозы для данного бизнеса. Соответственно все денежные власти страны, которая осуществляла самостоятельное регулирование, оказались застигнутыми врасплох[2]. Необходимо отметить, что ни ООН, ни ОЭСР, ни даже МВФ и Всемирный банк не проводили мониторинга системных проблем и рисков мировой экономики, в том числе частного финансового сектора. В рамках своего мандата МВФ, который исправно критиковал Правительство США за крупные финансовые дисбалансы, изучал инфляционные процессы, а также проблемы макроэкономики и бюджетно-фискальной политики.

Экономический подъем сопровождался ростом цен на сырье и энергоносители. Слабым звеном при этом оказались не энергетические отрасли, не государственные бюджеты (как во время прежних долговых кризисов), а частные финансовые сектора развитых стран, что особенно удивительно после азиатского кризиса 1997–1998 гг., который способствовал усилению внимания к надзору и регулированию, повышению прозрачности в отчетности финансовых компаний.

Подчеркнем, что рецессия, накопление бюджетных проблем приведут к повсеместному замедлению решения социальных

[1] См. *Kindlberger Ch.P.* Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. Wiley, 2005.

[2] Фактически регуляторы США на основе «Патриотического акта» (Patriot Act — «Uniting and Strengthening America by Providing Appropriate Tools Required to Intercept and Obstruct Terrorism Act of 2001») в значительно степени регулировали многие мировые финансовые потоки, ЕС имеет свою систему регулирования, а остальной мир оказался предоставленным наблюдению со стороны МВФ и Всемирного банка.

и иных проблем, за исключением представляющих немедленную угрозу стабильности стран, правительств и элит. Впереди нас ждет чрезвычайно опасный период (чем длиннее рецессия — тем опаснее) в социально-политическом отношении. Предшествующий двадцатилетний экономический рост и сам его характер в огромной степени изменили мир. Теперь эти достижения должны пройти проверку на прочность — будут существенно пересмотрены приоритеты развития как правительствами, так и населением, произойдет поворот к решению насущных проблем выживания в условиях кризиса.

Таблица 3.30

Динамика и прогнозы динамики ВВП по основным регионам и странам, 1990–2009 гг. (в %)

	1990–2002	2002–2008	2005	2006	2007	2008	2009 — I	2009 — II
Мир	42,3	33,2	4,5	5,1	5,2	3,2	–1,4	–1,7
Развитые страны	37,2	17,0	2,6	3,0	2,7	0,9	–3,8	–4,0
ЕС-27	29,5	16,4	2,2	3,4	3,1	1,1	–4,8	–4,5
США	41,7	17,8	2,9	2,8	2,0	1,1	–2,6	–3,0
Япония	19,3	10,6	1,9	2,0	2,4	–0,6	–6,0	–6,8
Развивающиеся страны	51,3	59,2	7,1	8,0	8,3	6,1	1,5	1,3
Бразилия	24,7	30,7	3,2	4,0	5,7	5,1	–1,3	–1,1
Россия	–33,0	57,5	6,4	7,7	8,1	5,6	–6,5	–7,5
Индия	89,4	69,5	9,2	9,8	9,3	7,3	5,4	5,1
Китай	203,0	100,7	10,4	11,6	13,0	9,0	7,5	6,5
Объем мировой торговли	211,2	57,2	7,7	9,2	7,2	3,3	–12,2	–9,7

Источник: МВФ, Всемирный банк.
Примечание: Прогноз на 2009 г.:
I — МВФ (IMF WEO Update, July 8, 2009)
II — Всемирный банк (World Bank Prospects for World Economy, June 22, 2009).

Смягчение последствий финансового кризиса и поиск выхода из рецессии без больших потерь для основных групп стран — принципиальный путь сохранения стабильности и собственно

ограничения масштабов кризиса. Прогнозы и оценки роста с середины 2008 г. до весны 2009 г. быстро менялись — прогнозисты абсорбировали плохие новости, а последние, в свою очередь, постепенно изменяли ожидания экономических агентов[1]. Уже во втором полугодии 2008 г. уровень промышленного производства стран ОЭСР сократился на 13%. ВВП США в четвертом квартале сократился на 6,2%, а уровень безработицы в начале 2009 г. превысила 8%. Снижение объема мировой торговли в 2009 г. минимум на 8–10% будет первым с 1982 г. К началу 2009 г. прогнозы ухудшились в еще большей степени (см. табл. 3.30), указывая на глубокое падение ВВП развитых стран в 1–2 квартале 2009 г. с суммарным снижением более чем на 10% за четыре квартала[2].

Мы выделяем несколько причин мирового финансового кризиса.

Высокие темпы экономического роста в мире с начала 2000-х годов на фоне глубоких дисбалансов в сфере сбережений и накопления. В текущем цикле обострились системные проблемы в функционировании глобальной финансовой системы. С одной стороны, огромный накопленный отрицательный платежный баланс в США (с 1999 г. — задолго до роста цен на нефть) и в ЕС (с 2006 г.), а с другой — растущее положительное сальдо развивающихся стран, исчисляемое в триллионах долларов, или около 1,2% мирового ВВП (см. рис. 3.16). Поток сбережений из развивающихся стран — в основном Китая, Индии, стран–экспортеров нефти и России — в последнее десятилетие превышал 1% ВВП мира, и 4–5% от нормы накопления развитых стран, компенсируя нехватку собственных сбережений, прежде всего в США.

[1] С точки зрения теории распространения информации можно предположить, что в 2008 г. скорость прохождения различных этапов пересмотра решений в фирмах была значительно выше, чем в 1929, 1958 или даже 1975 гг.

[2] См. в частности «Global Free Fall», January 16, 2009, «Barclays Capital». P. 3.

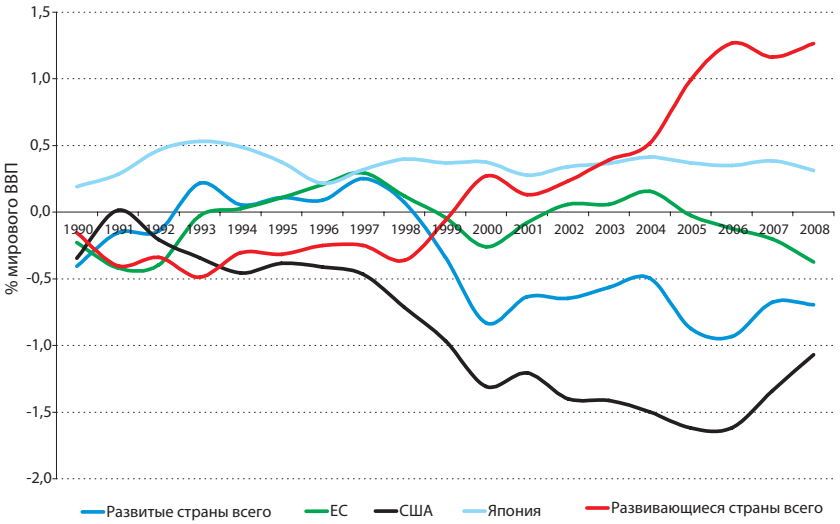

Рис. 3.16. **Сальдо счета текущих операций, 1990–2008 гг. (в % мирового ВВП)**

Источник: МВФ.

Отрицательные реальные процентные ставки в развитых странах. Мягкая денежно-кредитная политика в условиях глобального замедления инфляции, а также приток капитала из развивающихся стран способствовали тому, что в течение большей части 2000-х годов реальные процентные ставки в развитых странах были отрицательными. Это привело к возникновению «пузырей» на рынках ряда активов — фондовом, недвижимости и т.д. Свою роль сыграло и отсутствие традиционного биржевого кризиса в США в середине 1990-х годов, который обычно сокращал размеры «пузырей». Биржевой кризис 2000 г., казалось, в какой-то степени снял эту проблему, но ситуация в конечном счете лишь ухудшилась. Борьба с короткой рецессией 2001 г. продолжалась до 2003 г. при феноменально низком уровне процентных ставок, что стимулировало дальнейшую кредитную экспансию. Бывший руководитель ФРС А.Гринспен уже признал, что часть вины за искусственное раздувание сферы ипотечного кредитования в этот период лежит на политике излишне длительного стимулирования роста с помощью низких ставок рефинансирования (перед выборами 2004 г.). «Ипотечный

пузырь» оказался намного более стойким и «токсичным», чем обычные биржевые.

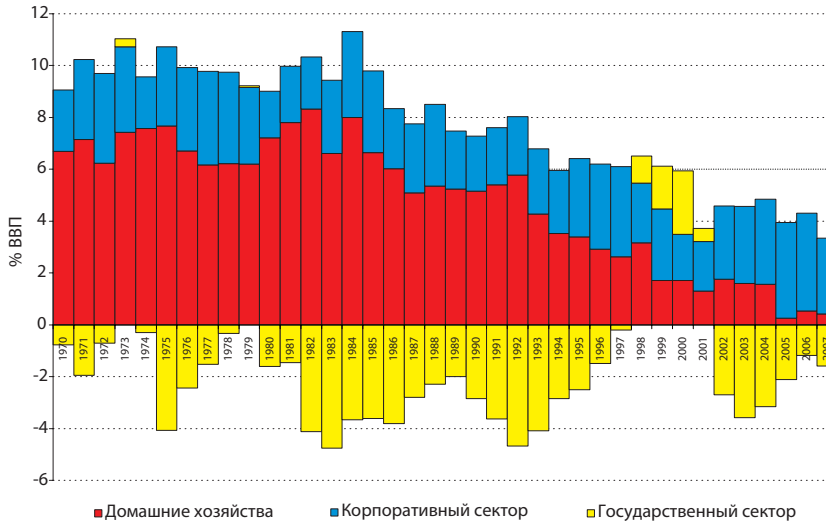

Рис. 3.17. **Уровень чистого сбережения экономики США по основным секторам, 1970–2007 гг. (в % ВВП)**

Источники: BEA, расчеты ИЭФ.

Каждый элемент этого кризиса по отдельности, вероятно, не смог бы создать такие проблемы, но в силу определенной политики (включая войну в Ираке) структурные дисбалансы в экономике США в течение последних лет увеличились до опасного уровня. В результате основные дефициты — торговый, счета текущих операций и бюджетный — быстро росли. В долгосрочной перспективе сохранять такое положение было невозможно, о чем предупреждали многие экономисты. В то же время исследователи часто упускают из вида важнейший структурный дисбаланс в США: практически нулевую норму сбережений домашних хозяйств (см. рис. 3.17). С начала 1980-х годов уровень их сбережений устойчиво сокращался при достаточно высоком росте потребления. Чистым сберегающим агентом выступал лишь корпоративный сектор, основная же часть накопления фактически финансировалась за счет внешних источников — финансовых ресурсов других стран. Практически отсутствие сбережения у сектора домашних хозяйств представляет одну из основных

угроз текущего кризиса — сокращение дохода автоматически означает сокращение личного потребления в подобных условиях. Рецессия и обрушение сбережений населения США в ценных бумагах вынудило его повысить норму сбережения до 5–6% в первой половине 2009 г. Это вызвало в частности длительное сокращение личных потребительских расходов в текущих ценах, ранее не наблюдавшееся. И оно же стало фактором снижения производства и импорта — быстрого распространения кризиса на Японию и Китай — традиционных экспортеров потребительских товаров и автокомпонентов.

Помимо спасения банковской системы антикризисная политика властей США построена на двух опорах: вливание бюджетных средств (возврат налогов населению) непосредственно населению во II квартале 2008 г.; и стимулирование кредита, что наталкивается на фундаментальные трудности при отсутствии сбережений. Рост нормы сбережений населения во время кризиса будет означать сокращение потребительского спроса и углубление проблем.

Ослабление de facto регулирования финансового сектора при внезапном расширении использования новых финансовых инструментов[1]. Общая тенденция к дерегулированию и либерализации финансового сектора в течение четверти века способствовала появлению системных рисков, которые стали очевидны лишь в ходе кризиса. Возникли риски осуществления нескольких дефолтов крупных финансовых институтов в течение короткого промежутка времени с катастрофическими последствиями для мировой финансовой системы. Очевидно, что системный риск подобного рода недооценивался и самими рынками, и регуляторами, которые имели влияния и информации о действиях «теневой», небанковской финансовой системы. Большая часть небанковского финансового сектора (хедж-фонды, инвестиционные банки, фонды прямых инвестиций) находится за пределами традиционного регулирования или регулируется значительно слабее. В частности, активы хедж-фондов, составлявшие 185 млрд долл., выросли практиче-

[1] Можно спорить, является ли это кризисом «саморегулирования», но в любом случае это кризис американской систем регулирования, которая явно или неявно рассматривалась как эталон для остального мира, к которому постепенно все приближались, в частности после тяжелых уроков Азиатского кризиса.

ски до 2 трлн долл. в конце 2007 г. Увеличение объемов средств в финансовом секторе, а также острая конкуренция между всеми участниками способствовали резкому росту «аппетита» к риску и прибыли, который был в значительной степени удовлетворен новыми финансовыми инструментами. Новые инструменты (CDS, CDO, CDO^2 и т.д.), бурно развившиеся в последние десять лет, имеют чрезвычайно сложную структуру и еще не проходили теста «на кризисную устойчивость». Увеличение «аппетита» к риску при низких краткосрочных процентных ставках способствовали тому, что разрыв по временной структуре между пассивами и активами вырос. Финансовая система развитых стран в целом стала в гораздо большей степени полагаться на *краткосрочные пассивы для финансирования долгосрочных активов*.

В основе этих представлений лежал опыт функционирования в условиях длительного периода «дешевых денег» и ликвидных краткосрочных кредитных рынков. Вывод таких обязательств за баланс позволяет «улучшить» текущую отчетность, однако не снимает фактических обязательств банков по своим дочерним структурами. Таким образом, финансовая система, которая в результате новаций должна была снизить риски за счет более равномерного их распределения, стала источником беспримерной кредитной экспансии.

Высокая доходность инвестиционных банков и фондов обеспечивалась благодаря наращиванию объема производных финансовых инструментов (деривативов). Во многих случаях связь между доходностью базовых активов и производных инструментов носит сложный нелинейный характер, поэтому падение стоимости первых приводит к гораздо более сильному эффекту для стоимости деривативов. Сегодня мы наблюдаем исчезновение важнейших финансовых учреждений и целых отраслей: например, фактически прекратили свое существование инвестиционные банки в США. Если удастся ограничить величину дальнейших потерь в данной сфере, это положительно скажется на краткосрочных перспективах развития финансового кризиса и масштабах передачи отрицательных импульсов в реальный сектор — бизнесу.

Произошел *системный провал* всех органов надзора, анализа и контроля финансовых рынков. Суть проблемы заключается в неспособности институтов и рынков адекватно оценивать

совокупность рисков. Оказалось, что они могут отслеживать только частичные риски, но *системных угроз не видят*. Уже ясно, что вместе с кризисом финансового регулирования можно фиксировать и кризис доверия к финансовым регуляторам в самом широком смысле слова. Вместе с государственными органами надзорными органами необходимо признать провал систем внутреннего и внешнего аудита (это после кризиса доверия 2001 г. — «случай Артура Андерсена»), провал рейтинговых агентств, финансовых аналитиков внутри бизнеса и в специальных изданиях.

Все кризисы обычно начинаются с «триггера» — банкротства или биржевого краха. Но в данной рецессии мы впервые имеем дело с финансовым шоком, предшествующим промышленной рецессии. Он в огромной мере синхронизировал кризис по отраслям и странам. С начала 2009 г. «обычный» финансовый кризис начал играть свою роль по мере развития кризиса в реальном секторе экономики, но впереди еще банкротства предприятий и невыплаты фирмам (а не держателями жилищных закладных) банковских и облигационных займов. Падение биржевых индексов в январе-марте 2009 г. стало признаком входа кризиса в обычную логику саморазвития.

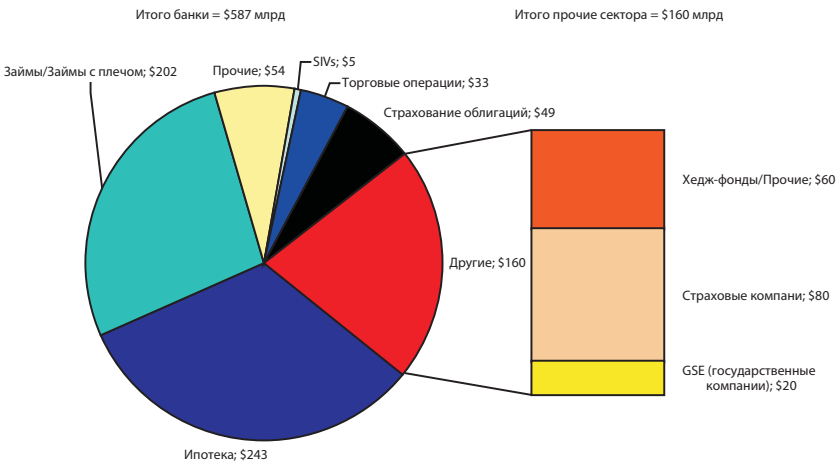

Рис. 3.18. **Объем убытков в мировой финансовой сфере по типу секторов и видам операций, июль 2007 г. — август 2008 г. (млрд долл.)**

Источник: GFSR (Oct. 2008).

Мировой кризис уже прошел несколько этапов:

Первый этап кризиса — с июля 2007 г. до августа 2008 г. — характеризовался развитием американского ипотечного кризиса, списанием огромных средств по «плохим» закладным банками и первыми банкротствами. Только за это время мировая финансовая система понесла потери, равные примерно 800 млрд долл. (см. рис. 3.18).

Второй этап — кризис ликвидности — идет «всплесками», но с середины сентября 2008 г. он приобрел определенную устойчивость. Банки торгуют только «чужими» деньгами центральных банков, но своих никому не доверяют. Явной ошибкой регуляторов стало согласие на банкротство Lehman Brothers. Оно было дано исходя из корректных теоретических соображений — предотвратить «моральный риск», то есть не снимать ответственности с участников рынка, что свидетельствует о недостаточном понимании глубины нынешнего кризиса: это банкротство напугало всех, так как показало, что больше нет надежных брендов.

Третий этап — паралич кредита, вытекающий из кризиса ликвидности. Чем дольше он продолжается, тем больше вреда наносит текущей экономической деятельности, но особенно — будущим капиталовложениям. По данным, Банка международных расчетов, выпуск облигаций в развитых странах сократился примерно в 5 раз (см. рис. 3.19), аналогичным образом сократилось количество синдицированных кредитов как в развитых, так и в развивающихся странах. В подобных условиях в ближайшие несколько лет неизбежно замедление инвестиционной активности из-за трудностей с финансированием.

Потеря доверия к регуляторам и финансовым властям увеличивает риски панического поведения домашних хозяйств и фирм, бегства от тех или иных валют, усиливает угрозу набега на банки, то есть воспроизводит проблемы. Тем самым резко снижается эффективность действий регуляторов и закрепляется всеобщая утрата доверия[1]. Общий кризис доверия стал самостоятельным фактором, определяющим низкую эффективность предпринима-

[1] Свою роль сыграли и неудачные методы решения ряда проблем в США — например, масштабные призывы голосовать за «План Полсона» в Конгрессе под угрозой финансовой паники и многомиллионной безработицы.

емых мер. Доверие подорвано не только к тем или иным финансовым инструментам и институтам, но и в целом к регуляторам и экономическим ведомствам. Оказались неработоспособными традиционные (действенные при «малых» шоках) методы успокоения и оживления рынков. Многие, если не все, меры текущей экономической политики из проверенных десятилетиями и учебниками подходов превратились в эксперименты по восстановлению доверия.

К началу 2009 г. мировой финансовый кризис находится в своей острой фазе уже более трех месяцев. Кризис доверия сохраняется практически во всех развитых странах и открытых экономиках (странах с переходной экономикой). Кредитный коллапс в ведущих финансовых центрах не преодолен, масштабные вливания ликвидности лишь предотвратили массовые банкротства. Нет сомнений, что мы имеем дело не с биржевым и банковским кризисами в рамках обычной рецессии, но с системным кризисом, который затронет всю финансовую систему мира.

Следующий этап кризиса будет, если опираться на историю, более длительным и мучительным. Даже при значительном уве-

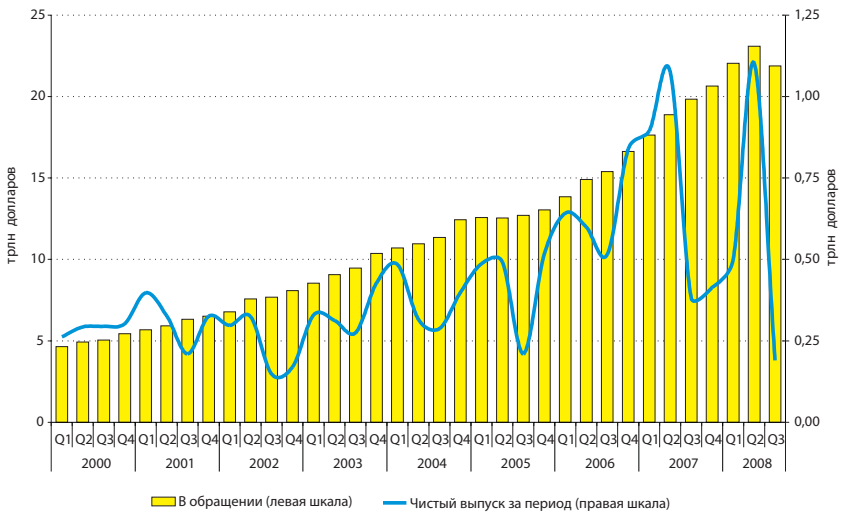

Рис. 3.19. **Динамика рынка международных долговых бумаг в развитых странах**

Источник: BIS, расчеты ИЭФ.

личении государственных средств в банковскую систему кредит останется доступным только очень ограниченной доле самых надежных заемщиков. Кредит на рискованные, долгосрочные проекты будет крайне затруднен. И чем длительнее будет этот период, тем труднее будет из него выйти в силу спросовых и рисковых ограничений, трудности перераспределения рисков и ограниченности (растущих) государственных гарантий.

Осенняя «плавка токсичных активов» и тщетные поиски доверия и стабильности

Финансовый кризис с сентября 2008 г. все сильнее воздействует на реальный сектор во всем мире. Сжатие кредита ударило по отраслям, наиболее зависящим от текущего долгового финансирования, особенно на уровне конечного спроса: строительству, торговле, внешнеторговым операциям и автомобилестроению. Тем самым включился самый, наверное, опасный механизм саморазвития кризиса — передача снижения спроса по отраслям через внешнюю торговлю. За несколько месяцев вслед за падением биржевых индексов был проколот «пузырь» цен на металлы и стройматериалы как в мире, так и в России. Началось повсеместное сокращение заказов и расходов на капиталовложения.

Неэффективность мер борьбы с банковским и биржевым кризисами — наиболее наглядными для домашних хозяйств и фирм — обусловила перемены в поведении экономических агентов. Вместо максимизации дохода в средне- или долгосрочном периоде (как это предписано теорией) все стали дружно переключаться на спасение своих активов путем превращения их в ликвидную форму или перевода в более надежные банки и страны[1]. Замораживание кредита опасно даже на короткий период времени. Тем более паралич биржи, межбанковского кредита, банкротство или неопределенность будущего многих крупнейших кредитных институтов, сообщения о снижении производства и спроса вызывают

[1] Одной из форм такого бегства осенью 2008 г. стал перевод активов многими иностранными агентами в американские правительственные облигации с готовностью согласиться на отрицательный доход ради надежности. Одновременно идет отток капитала из частных американских бумаг. Но «бегство от риска» привело, в частности, к укреплению доллара в разгар кризиса.

пересмотр едва ли не всех программ расширения производства и накопления. Инвестиционный процесс всегда является основной жертвой кризиса (вслед за биржей). Стабилизация биржевых индексов на низких уровнях не означает решения проблем — история биржевых кризисов и летние события 2009 г. указывают, что падения возобновляются вне зависимости от действий финансовых властей (см. рис. 3.20).

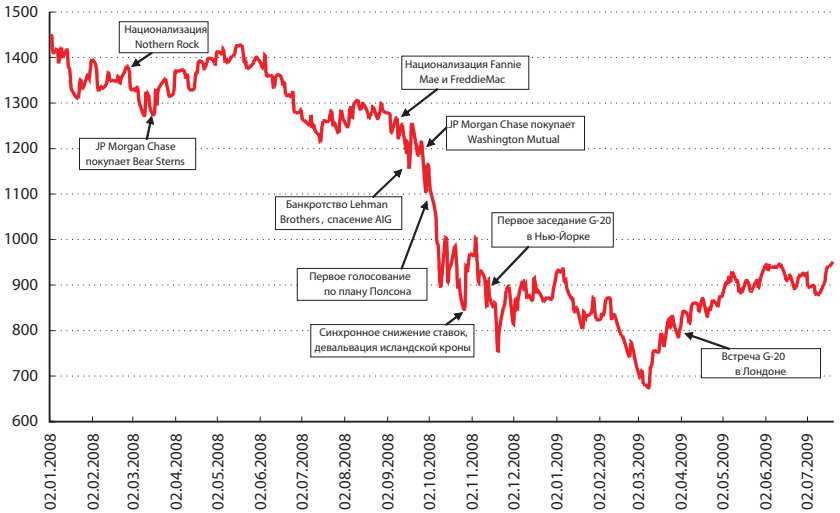

Рис. 3.20. **Динамика индекса S&P 500 и основные события 2008 г.**
Источник: *Bloomberg.*

К концу 2008 г. списано уже намного больше 1 трлн долл. «токсичных активов», но впереди еще списания, сравнимые по масштабам. Каждый шаг кризиса делает опасными дополнительные группы активов. Передача кредитного паралича в реальную экономику происходит очень быстро через падение спроса на ряд товаров и ограничение кредита. Цены на сырьевые товары на мировых рынках снижаются в полном соответствии с историей и теорией.

«Группа 20» и другие международные форумы высказались против протекционизма в торговой сфере. Но кризис будет протекать неравномерно по отраслям и странам. Давление со стороны населения, избирателей во время предвыборных кампаний, бедных граждан, сильной оппозиции создадут в каждой стране

серьезные перераспределительные конфликты. Могут возникнуть соблазны проведения политики «тихого» протекционизма или обвинения «иностранцев» в подрыве национальных интересов и пр. (уже есть первые арестованные за «плохие прогнозы»). Ряд критически важных отраслей будут спасать, невзирая на расходы и принципы. Поэтому и здесь важно не допустить, чтобы события вышли из-под контроля. Вероятно, можно будет легально применять защитные меры для внутреннего рынка в соответствии с правилами ВТО (Россия от них свободна) при существенной угрозе занятости. Но в случае массового их применения и с учетом медленного рассмотрения этих вопросов в судах это также может создать правовую основу для протекционизма.

Немало проблем накопилось и в сфере регулирования. Необходимые меры охватывают прежде всего раскрытие информации, уменьшение возможностей уводить большие пассивы (обязательства) с баланса на специальные счета, что скрывало истинное положение с долгами и обязательствами коммерческих банков. Требования к отчетности коммерческих банков были намного жестче, чем в случае инвестиционных банков и небанковских учреждений. Также должна быть решена проблема деривативов, под которые не создавали резервов.

Заметим, что пирамида деривативов все еще нависает над экономикой США (см. табл. 3.31). В частности, при возможном росте банкротств заемщиков возникнет серьезная угроза со стороны «страховок от дефолта», которые выросли с нуля в 2003 г. до 62 трлн долл. в 2008 г. (К марту 2009 г. за счет перезачета взаимных сделок и организаций частично централизованного клиринга CDS объем контрактов удалось уменьшить до 30 млрд долл.) Так что кредитный паралич и постепенный подрыв «токсичных активов» не закончились, и финансовый кризис, скорее всего, продолжится и в будущем году. Хотя банковский сектор предпринял серьезные усилия (частично используя средства «Плана Полсона» зимой 2008–2009 гг.) по списанию некачественных активов. Нет уверенности в полном их списании, поскольку по мере развития рецессии часть банковских активов постоянно переходит из категории в категорию, но вниз. В этом состоит важная, хотя не единственная — необходимо еще раз подчеркнуть — специфика данной рецессии: тяжелый финансовый кризис пришел не как

Таблица 3.31

Номинальная стоимость (notional value) производных финансовых инструментов США, 1998–2008 гг. (трлн долл.)

	1998	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**июнь 2008**
Всего, в том числе:	80	88	95	111	142	197	258	298	415	595	684
контракты на валюту	*18*	*14*	*16*	*17*	*18*	*24*	*29*	*31*	*40*	*56*	*63*
форварды	12	10	10	10	11	12	15	16	20	29	32
валютные свопы	2	2	3	4	5	6	8	9	11	14	16
опционы	4	2	2	2	3	6	6	7	10	13	15
контракты на процентные ставки	*50*	*60*	*65*	*78*	*102*	*142*	*191*	*212*	*292*	*393*	*458*
форварды на процентные ставки	6	7	6	8	9	11	13	14	19	27	39
свопы на процентные ставки	36	44	49	59	79	111	151	169	230	310	357
опционы	8	9	9	11	14	20	27	29	43	57	62
контракты, привязанные к акциям	*1*	*2*	*2*	*2*	*2*	*4*	*4*	*6*	*7*	*8*	*10*
форварды и свопы	0	0	0	0	0	1	1	1	2	2	3
опционы	1	2	2	2	2	3	4	5	6	6	8
контракты на сырьевые товары	*0*	*1*	*1*	*1*	*1*	*1*	*1*	*5*	*7*	*8*	*13*
золото	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
прочие товары	0	0	0	0	1	1	1	5	6	8	13
страховки от дефолта (credit default swaps)	-	-	-	-	-	-	*6*	*14*	*29*	*58*	*57*

Источник: Банк международных расчетов.

результат развития кризиса в реальной экономике, а раньше рецессии и в очень тяжелой и необычной форме. В конце 2008 г. рухнул в несколько раз переток капиталов из развитых стран в развивающиеся в форме банковских кредитов и облигационных займом. В форме операций с акциями переток в 2007 г. составил 194 млрд долл., но только 2 млрд за второе полугодие 2008 г. Финансовая система в этом отношении просто остановилась.

Развертывание промышленной рецессии в 2008 г.

Финансовый кризис уже на ранней стадии вызвал усиление промышленной рецессии через более острый и длительный (чем обычно) паралич кредита в сфере покупок товаров длительного пользования. Это воздействие наложилось на сжатие покупок в связи с кризисом жилищного и торгового строительства. Коль скоро началось снижение жилищного строительства, отрасли строительных материалов, мебели, металла были уже обречены на некоторое снижение спроса. Но сокращение выпуска обрабатывающей промышленностью для индивидуальных потребителей — это обычная картина любого циклического кризиса. Вслед за этим триггером срабатывает сброс запасов, вызывая обвал цен на сырьевые товары, а уже вслед за этим приходит сокращение производства товаров инвестиционных, которое уже продолжается довольно длительное время.

В нынешнем цикле необычным является стартовая глубина обрушения спроса на жилье и автомобили, угрожающая в условиях синхронности мировой динамики более глубокими потрясениями, чем в прошлом (см. рис. 3.21). Скорость сокращения производства также необычно велика — похоже, глобализация и здесь играет свою опасную роль. Всеобщая информатизация и высокая скорость передачи информации в современных условиях, господство краткосрочных заказов, гибких контрактов позволяет сокращать производство и заказы намного быстрее, чем это происходило в «классических кризисах» 1920–1980-х годов.

По состоянию на конец 2008 г. стабилизация в жилищном секторе США — первоисточнике текущего кризиса — так и не была достигнута (см. рис. 3.21). Хотя падение цен на жилье продолжается, это не приводит к стабилизации в строительном сегменте, так как на рынок выплескиваются все новые и новые объемы на вторичный рынок, что обрушивает далее первичный рынок.

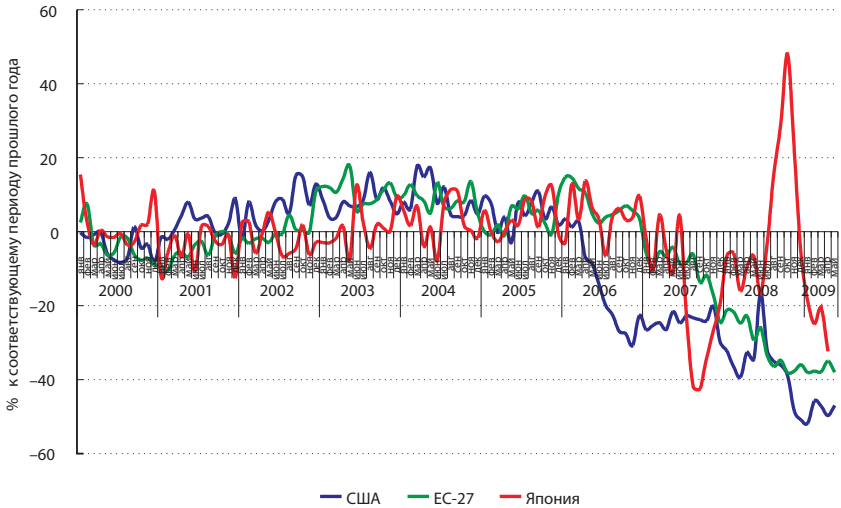

Рис. 3.21. **Динамика разрешений на строительство нового жилья, 1995–2009, % к соответствующему периоду прошлого года (сезонно сглаженные данные)**

Источник: ОЭСР.

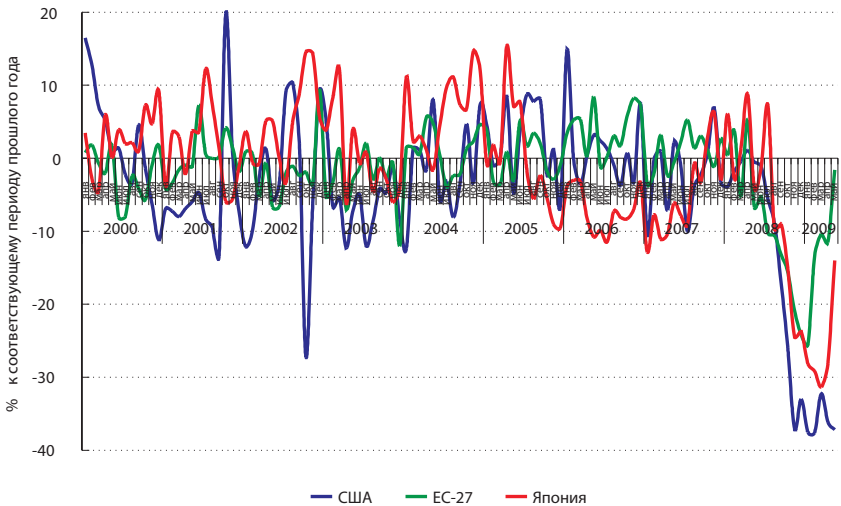

Рис. 3.22. **Продажи новых легковых автомобилей, 2000–2009 гг., % к соответствующему периоду прошлого года (сезонно сглаженные данные)**

Источник: ОЭСР.

Таким образом, пока инициативы американской администрации по поддержке жилищного сектора не увенчались успехом.

Падение в жилищном секторе и вызванное им снижение цен на жилье означали снижение благосостояния практически для всех домашних хозяйств. Это не могло не отразиться на потребительских секторах экономики, одним из наиболее пострадавших стал автомобильный сектор США. К концу 2008 г. падение продаж легковых автомобилей достигло практически 40% и охватывало практически все сегменты рынка (см. рис. 3.22). Резкое снижение цен на бензин во второй половине 2008 г. не переломило ситуацию.

Быстрое падение потребительских рынков развитых стран, в первую очередь США, означало сокращение спроса на импорт и снижение промышленного производства в развивающихся странах. В результате, уже в конце года произошло обрушение экспорта в США азиатских стран, в том числе и Китая. По оценкам международных финансовых организаций (Всемирный банк, МФ, ОЭСР), объем мировой торговли в 2009 г. сократится впервые с 1982 г.

Снижение промышленного производства и сокращение международной торговли практически мгновенно обвалило цены на все сырьевые товары. Хотя падение цен вернуло их на уровень 2000–2002 гг., оно пока не остановилось. На конец 2008 г. практически всеобщее снижение динамики реального сектора всех крупных экономик мира продолжалось, равно как и снижение цен на сырьевые товары. Распространение кризиса из страны в страну идет также быстрее обычного через сокращение заказов на автомобили, сырьевые и инвестиционные товары. В этот период кризиса идет одновременное сокращение объемов закупок и цен поставок, усугубляя неопределенность ближайшего будущего для поставщиков ведущих товаров и сырья (см. рис. 3.24), что особенно заметно для такой страны как Россия, которая поставляет всю гамму сырья и полуфабрикатов. Падение спроса экспортеров сырья и энергоносителей уже сказывается на промышленном экспорте развитых стран и Китая — начинается второй виток спирали вниз. Третий виток последует в форме снижения дискреционного потребления и расходов в развитых странах: рестораны, туризм, благотворительность и т.п. Тяжелые удары по финансовому сектору и промышленности, сокращение массовых доходов рано или поздно сожмут спрос и цены на экспорт продовольствия.

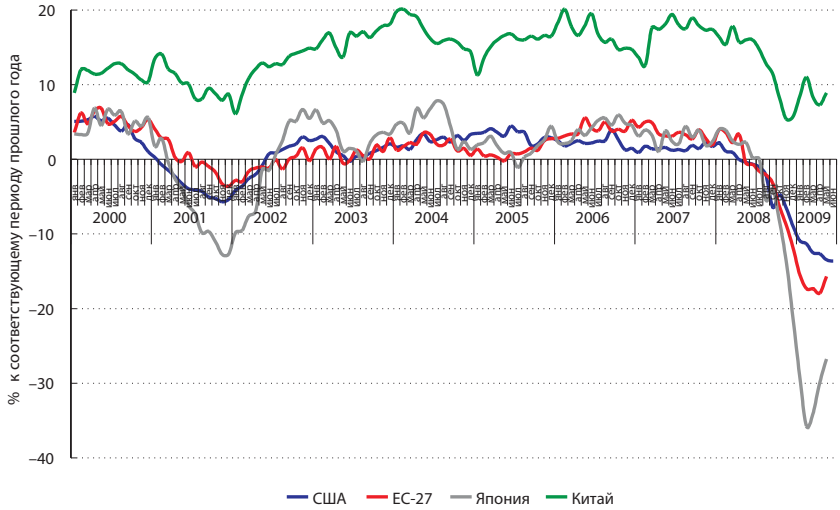

Рис. 3.23. **Динамика промышленного производства развитых стран и Китая, 2000–2009 гг., % к соответствующему периоду прошлого года (сезонно сглаженные данные)**

Источник: ОЭСР.

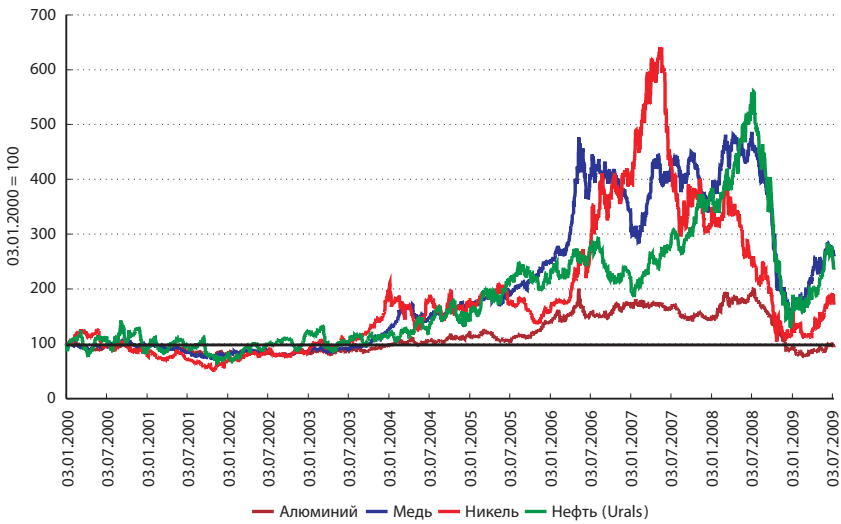

Рис. 3.24. **Индексы цен на нефть и металлы, 2000–2009 гг.**

Источник: Всемирный банк, МВФ.

На середину 2009 г. текущее развитие кризиса дает достаточно информации для прогнозирования его значительной длительности в США (падение производства продолжается). Острая фаза снижения спроса и производства (и импорта) происходит в этой рецессии в США несколько быстрее, чем обычно, но восстановление промышленного производства обычно занимает столько же времени (при ином рисунке), сколько и его сокращение.

Данные за 2008 г. и первое полугодие 2009 г. дали снижение производства и прибылей в промышленности, резкое падение ВВП и международной торговли. Но для определения его конечной точки и послекризисного развития необходима большая ясность в характере международной торговли и влияния развивающихся стран. Следующие стадии рецессии в 2009 г. дадут еще большее сокращение капиталовложений, рост безработицы, банкротства в реальном секторе экономики, начнется существенная переориентация спроса в мире, сокращение производства в странах с высокими издержками и географические сдвиги в размещении промышленности. Концентрация спада в однотипных отраслях и высокая синхронность могут создать углубить кризис и затруднить выход из него.

В настоящее время уже очевидно, что мировая рецессия не пойдет по «мягкому» сценарию, как и в 2001–2002 или 1990–1991 и даже в 1980–1982 гг. Тогда падение выпуска промышленной продукции продолжалось по 12–15 месяцев, но острая фаза кризиса была заметно слабее текущей рецессии. Так что общая глубина падения к середине 2009 г. превосходит большинство рецессий в послевоенный период.

Синхронность и высокая скорость развертывания рецессии в реальном секторе практически всех стран мира указывает на ее исключительный характер. Нет ни стран, совершенно не затронутых рецессией, хотя остается надежда на большую устойчивость крупных развивающихся стран (Китай, Индия) с большим внутренним спросом. Глубина и продолжительность рецессии остаются в высокой степени неопределенными и будут зависеть во многом от сокращения спроса (сначала потребительского) в США. Рост одновременно нормы безработицы и нормы сбережений у американского населения остается самым явным препятствием для быстрого выхода из кризиса. Для развитых стран также огромную роль будет играть устойчивость инвестиционного спроса как у себя дома, так и в развивающихся странах.

Еще одной особенностью данной мировой рецессии, которая роднит ее с кризисом 1974–1975 гг., является относительно высокий уровень (хотя и сократившийся) цен сырьевых товаров в фазе кризиса. Хотя падение цен, как мы показали выше, огромно, но не выходит за рамки цен предшествующего подъему периода в два десятилетия. За три с лишним десятилетия «нефтеемкость» ВВП развитых стран сократилось примерно вдвое, так что ценовой шок 2006–2008 гг. не был столь тяжелым. Но в ходе рецессии текущие цены удерживаются на уровне 50–60 долл. за баррель — примерно в 2–2,5 раза выше среднего уровня 1986–2002 гг. Аналогичная ситуация была и в середине 1970-х годов — цены на нефть в США были примерно вдвое выше предшествующего периода.

Эффективность принятых антикризисных мер во всем мире остается пока неясной, поскольку они идут из «традиционного» антикризисного арсенала против необычного кризиса. Несмотря на заверения в поддержке со стороны правительств всех стран, они не указывают на ключевой момент — ресурсы, теряемые экономическими агентами и семьями в ходе кризиса, на порядки превышают возможности помощи. «План Обамы», включающий в общих чертах сильный фискальный стимул и традиционные (с 1930-х годов) программы в области инфраструктуры, на который возлагают надежды не только в США, сильно запаздывает и его действие может быть ощутимо только во второй половине 2009 г. В сфере координации действий различных стран критически важна длительность рецессии. Если она будет даже умеренной по глубине, но будет все более длительной, это станет серьезной угрозой «единому фронту борьбы против протекционизма». Кризис ожидается весьма болезненный не только в финансовом и энергосырьевом секторе или автомобильной промышленности. Он поставит под вопрос эффективность многих программ развития и возможность их финансирования.

Еще одна важная (и опасная) особенность данной рецессии связана с трудовыми и социальными отношениями, что будет иметь прямое отношение как к устойчивости экономик, политик и правительств[1]. Население развитых стран уже четверть века не испытывало таких потрясений, безработицы и снижения

[1] Первые жесткие столкновения молодежи с полицией, протесты жертв политики «подтягивания поясов» и серьезные обвинения правящих элементов элит в коррупции уже начались в Греции, Литве и Латвии.

доходов, поэтому экономические трудности чреваты ростом социальной неустойчивости. Протесты и забастовки (в частности средних классов) в годы подъема были направлены на элементы налоговой политики, социальные трансферты, то есть на изменение распределения растущих доходов компаний и государств. Теперь социальная политика окажется совершенно иной — она будет адресоваться в течение кризиса проблеме «справедливости» при распределении потерь. Возникнет конкуренция за ресурсы между бедными и средними слоями, которые различаются как устойчивостью, так и возможностями давления, как электорального и «уличного». Давление на власти и элиты будет возрастать также вслед за углублением и особенно затяжкой глобального кризиса.

Мир выйдет из данного кризиса, предположительно, через пару лет (выход на предкризисный уровень и устойчивый рост) с изменившимися закономерностями роста по отраслям и странам, другими отношениями в энергетике, сильно изменившейся финансовой архитектурой. Кризис сформирует условия роста на следующий период, пока очевидно, что изменения будут намного более серьезными, чем в рецессиях последней четверти века.

3.10. Старт рецессии в России: 2008–2009 гг.[1] (2009)

С осени 2008 г. российская экономика вступила в промышленную рецессию, сопровождающуюся обесценением рубля, ростом безработицы и приостановкой инвестиционных программ. Российская финансовая система оказалась не готова к мировому шоку 2007–2008 гг. и повторила путь более развитых стран — через финансовый кризис к промышленному спаду. В целом мир прошел за год от выдающегося экономического подъема к системному кризису, комбинацию глобального циклического и финансового кризиса[2]. Российская экономика испытывает, видимо, свой первый полноценный рыночный кризис, отягощенный слабостью финансовой системы, с легкостью «импортировавший» шок из-за рубежа.

Со второй половины 2008 г. российская экономика переходит в качественно иной режим своего функционирования. Ключевые параметры этого периода будут связаны с относительно низкими ценами на нефть («потеря ренты»), падением выпуска в промышленности и ростом безработицы. Финансовые резервы хотя и упали с 600 до 400 млрд долл., и отложили падение рубля на несколько месяцев. Хотя триггером российского кризиса стали события на мировых финансовых рынках и рецессия в развитых странах, степень этого влияния была связана с внутренними причинами и структурой экономики. Сильная зависимость экономики от экспорта сырьевых отраслей, слабая частная финансовая система, нерешенные проблемы в экономической политике.

Первоначальная психологическая установка правительства августа-октября 2008 г. была на способность России пережить кризис и продолжать широкие программы без больших потерь за счет частичной изоляции и больших резервов. Она обусловила

[1] *Григорьев Л., Салихов М., Кондратьев С.* Старт рецессии в России: 2008–2009 гг. / Стратегии социально-экономического развития России: влияние кризиса. В 2 ч. Ч. 1. Коллектив авторов. М.: Экон-Информ, 2009. С. 34–55.

[2] См. Раздел 3.8.

попытку продолжить развитие без серьезной корректировки методов политики, бюджета и стратегических планов — Концепция долгосрочного развития до 2020 г. была принята (правда, без экономического прогноза) в сверхоптимистическом варианте. Тяжелый глобальный кризис вовне, отток капитала и быстрое снижение курса рубля потребовали изменения макроэкономической политики и бюджета на текущий год, что было реализовано в январе-апреле 2009 г.[1]

В этой работе мы преимущественно остановимся на финансовом кризисе как триггере и начальном этапе рецессии. Отметим предварительно, что на ранней фазе рецессии вместе с падением биржевых индексов идет обычно сокращение спроса и производства потребительских товаров длительного пользования, падение цен на сырьевые материалы и начало увольнений. В 2008 г. ранний тяжелый финансовый шок усугубил тяжесть рецессии, в частности через раннее внезапное и весьма существенное сжатие потребительского кредита и подрыв ипотеки. На следующей фазе обычно начинается резкое (и более продолжительное) сокращение инвестиций, падение доходов бюджета, появление длительной безработицы и новый удар по финансовому сектору.

Истоки и причины

Подъем в российской экономике в 1999–2008 гг. базировался на использовании преимущественно старых производственных мощностей, определенного запаса рабочей силы, что обеспечило условия для высоких темпов роста при низкой норме накопления в 18–19% ВВП (только в 2007–2008 гг. она поднялась до 21%). Опора на самофинансирование, низкая капитализация банковской системы, серьезное отставание развития рынка корпоративных облигаций не позволяли активнее использовать национальные сбережения. В большой мере как государственные, так и частные сбережения уходили за рубеж, а потом заимствовались через Евробонды и банковские займы для инвестирования в российские компании.

[1] См. *Гурвич Е.* Макроэкономическая политика в послекризисный период / Стратегии социально-экономического развития России: влияние кризиса. В 2 ч. Ч. 1. Коллектив авторов. М.: Экон-Информ, 2009. С. 56–75.

Осознание необходимости модернизации не было поддержано прагматической комбинацией частного бизнеса и институтов развития. В ближайшие годы исчерпает свой ресурс значительная часть оборудования, установленного в 1970-х–1980-х годах. Это, с учетом ожидаемого в ближайшие годы сокращения трудовых ресурсов (в 2008–2011 гг. численность населения в трудоспособном возрасте сократится на 3,5 млн чел.), делает необходимым существенное увеличение инвестиций в модернизацию экономики страны. Экономический рост последних лет был неравномерен по годам, в отраслевом и территориальном разрезе. Условно можно выделить следующие этапы:

1999–2002 гг.: экспортно-ориентированный рост. В этот период времени низкий курс рубля, улучшающаяся внешнеэкономическая конъюнктура, низкие издержки на оплату труда, транспорт, энергию позволили российским предприятиям (прежде всего, экспортно-ориентированных отраслей экономики) существенно нарастить объемы производства. Списание долгов предприятий и их обесценение привело к расчистке искусственных препятствий для роста (исчезли «неплатежи» и прочее). Резкое удорожание импорта в результате девальвации рубля в 1998 г. привело к существенному увеличению выпуска продукции отраслей, ориентированных на внутренний спрос (пищевая промышленность). Постепенное повышение цен на экспортную нефть с исключительно низкого уровня 1998 года до «нормальных» 20 долл. периода 1986–2002 гг. способствовало восстановлению.

2003–2005 гг.: постепенное расширение внутреннего рынка. В 2003–2005 гг. помимо существенного увеличения объемов экспорта (как за счет роста физических объемов, так и за счет благоприятной ценовой конъюнктуры на энергоносители), важным фактором экономического развития становится рост внутреннего спроса. Рост не был в сущности «восстановительным», поскольку восстанавливались лишь объемы ВВП (промышленность так и не достигла уровня 1980-х годов) при совершенно иной структуре экономики. Значительная часть экономики, особенно машиностроение и наука так и не смогли подойти к прежнему состоянию[1].

[1] Восстановительный рост даже в обычном циклическом процессе идет уже в новой структуре, тем более это справедливо для ситуации после кризиса переходного периода. Если учесть фактор структурных перемен, то смысл «восстановления» становится неясен.

К концу данного периода уже начинают проявляться основные ограничения в дальнейшем развитии экономики — прежде всего, неразвитость финансовой инфраструктуры, снижение конкурентоспособности обрабатывающего сектора российской экономики и т.д.

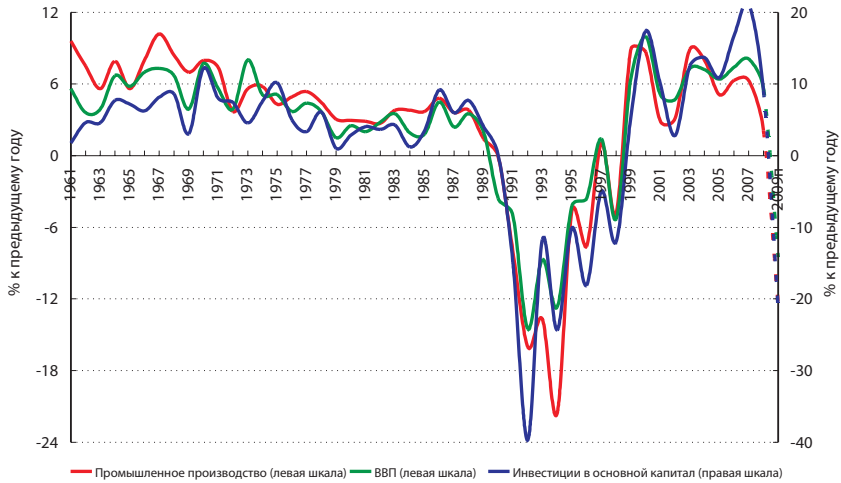

Рис. 3.25. **Динамика основных макроэкономических показателей России (до 1991 года — РСФСР), 1961–2009**

Источники: ФСГС, Министерство экономического развития РФ, оценки ИЭФ.

2006–2008 гг.: ускорение роста — фаза «компенсирующих» инвестиций. В 2006–2008 гг. происходит существенное ускорение темпов роста инвестиций в инфраструктуру, обрабатывающий сектор, что связано с необходимостью обновления существующих и строительства новых производственных мощностей (во многих отраслях не осталось свободных мощностей, на которых можно производить конкурентоспособную продукцию). Но основная масса капиталовложений направляется в торговлю, транспорт и связь, жилищное строительство, «компенсируя» огромную нехватку основного капитала в этих секторах, обусловленную низкими вложениями советского периода и кризиса 1990-х годов.

Рост выпуска в машиностроении частично был связан с укреплением предприятий ОПК. Но вложения в машиностроение

оставались минимальными — широкий инвестиционный (модернизационный) бум так и не наступил. Существенная часть производимых инвестиций осуществлялась за счет внешнего финансирования, что в ситуации ухудшения условий кредитования на внешних рынках, наблюдавшегося с конца 2007 г., стало дополнительным фактором неустойчивости инвестиционной динамики. К концу периода сложность проведения программы долгосрочных инфраструктурных инвестиций вызвала широкое укрепление государственных компаний и запоздалые попытки создания институтов и инструментов развития.

2008– ... гг. — рецессия и перестройка экономической политики. Сжатие экспортных доходов, внутреннего кредита, начавшаяся в середине 2008 гг. рецессия в экономически развитых странах вызвали сокращение выпуска продукции. Это привело к серьезному замедлению темпов экономического роста, сокращению объемов производства в ряде секторов российской экономики, существенному снижению инвестиционной активности.

Привлечение ресурсов для финансирования инвестиций может осуществляться как через банковскую систему с использованием кредитных механизмов, так и непосредственно на рынках капитала. Это является одной из ключевых функций финансовой системы. Они были перечислены Дж.Стиглицем в работе, посвященной проблемам стран с переходной экономикой (эти функции важны в комплексе)[1]: 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 в рамках проекта; обеспечение выполнения контрактов (возврата); передача, разделение, агрегирование рисков; диверсификация рисков.

В российской финансовой системе эти функции выполняются не слишком хорошо, что особенно заметно в случае сложных и крупных проектов, которые до сих пор сдвигались с места с помощью государственных средств или средств госкомпаний. Один из основных принципов финансового менеджмента — согласование временной структуры источников финансовых ресурсов и их использования. Это означает, что долгосрочные вложения

[1] *Stiglitz J.* Financial Systems for Eastern Europe's Emerging Democracies. ICS press, San Francisco, Cal., US, 1993. P. 9–10.

в основной капитал целесообразно финансировать за счет долгосрочных пассивов. В то же время важной функцией банковской (или, в более общем плане, финансовой) системы является формирование «длинных» активов (кредитов) за счет краткосрочных пассивов, то есть она сама может продуцировать дополнительные «длинные» деньги, не обеспеченные долгосрочными ресурсами. При достаточно устойчивой структуре краткосрочных источников можно формировать «длинные» вложения, однако одновременно увеличиваются и риски. В короткие периоды благоприятной конъюнктуры так «жить можно», но любое ужесточение внешних условий ставит работу системы под угрозу.

Таблица 3.32

Параметры развития финансовой системы России, 2002–2008 (% ВВП, если не указано иное)

	2002	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**
ВВП, млрд рублей	10 831	13 243	17 048	21 625	26 904	33 114	41 668
ВВП, млрд долл.	345	432	592	764	990	1 295	1 679
Внешний долг государства	30,2	24,5	17,8	10,7	4,9	3,6	1,9
Внешний долг частного сектора	13,9	18,5	18,3	22,9	26,5	32,4	26,9
Резервные активы ЦБ	13,8	18,0	21,0	23,9	30,6	37,0	25,4
Федеральный бюджет							
Доходы	20,4	19,5	20,1	23,7	23,3	23,5	22,3
Расходы	19,0	17,8	15,8	16,2	16,0	18,1	18,2
Дефицит/профицит	1,4	1,7	4,3	7,5	7,3	5,4	4,1
Банковская система							
Активы банковской системы	38,3	42,3	41,5	44,8	50,9	61,4	66,0
Капитал банковской системы	5,4	6,2	5,5	5,7	6,0	8,1	6,7
Кредиты нефинансовым организациям	15,3	18,0	19,2	19,8	22,2	28,1	30,0
Кредиты домашним хозяйствам	1,3	2,3	3,6	5,5	7,7	9,0	9,6
Внешние обязательства банковской системы	3,3	3,5	4,2	4,9	7,1	12,4	12,0

Источники: ФСГС, ЦБ РФ.

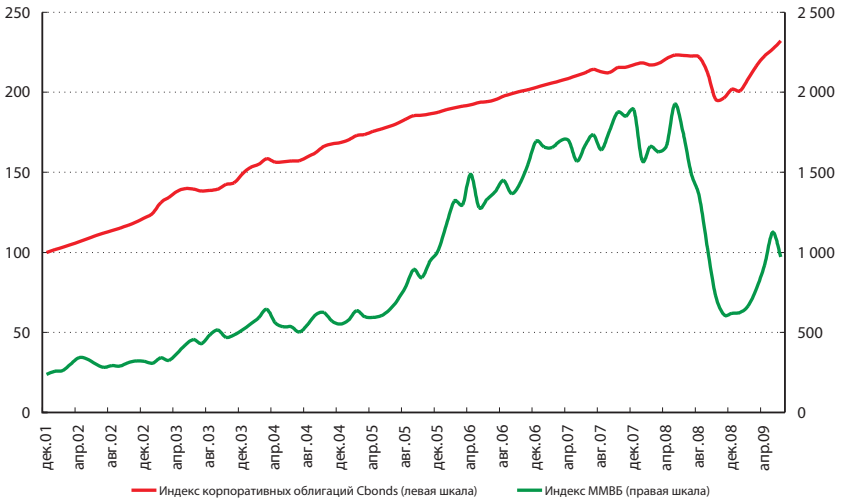

Рис. 3.26. **Динамика индексов акций и корпоративных облигаций**
Источники: ММВБ, Cbonds.

В период после краха 1998 г. российский финансовый сектор существенно вырос, но при этом не был решен целый ряд важнейших структурных проблем. Длительность кредита, как банковского, так и облигационного, осталась небольшой. Возможность привлечения долгосрочных облигационных займов на домашнем рынке по-прежнему ограничена. Пенсионная реформа так и не дала значительных («длинных») средств экономике. Динамика биржевых индексов при малом обороте акций (75% и более удерживается основным собственником в силу наличия блокирующего пакета) чрезвычайно зависима от небольших потоков иностранного спекулятивного капитала. Не решена главная задача — использование собственных сбережений на цели развития[1].

Большинство слабостей российской финансовой системы были известны давно, но игнорировались на фоне быстрого экономического роста и растущей нефтяной ренты. В данной связи можно вспомнить, например, список рекомендаций 2003 г., который в ряде моментов звучит вполне актуально. Речь идет о наборе мер, который частично стал обсуждаться в конце подъема

[1] См.: *Григорьев Л.* Инвестиционный процесс: накопленные проблемы и интересы // Вопросы экономики. 2008. № 4. С. 54–57.

и которые во многом не потеряли значения и теперь[1]. К наиболее крупным и значимым мерам, очевидным в 2002–2003 гг. можно отнести:

- введение полного раскрытия (и учета) индивидуальной собственности на финансовые учреждения вплоть до конечных физических лиц (с проверкой выполнения требований законов МАП (ФАС) о концентрации);
- усовершенствование законов о банкротстве, с повышением «очереди» кредиторов (особенно фондированных) при банкротствах;
- реализовать концепцию центрального депозитария или взаимосвязанной системы депозитариев с тем, чтобы исключить нарушения (или подозрения о возможных нарушениях) прав собственности;
- снятие в законе об «Акционерных обществах» правила о 25%+1 акция как блокирующего пакета с целью сокращения размера контрольного пакета и размыва акций, повышения их выхода на биржу;
- введение обязательного предварительного (одновременного) листинга российских компаний на российских биржах при любых зарубежных выпусках АДР, ГДР и облигационных займах;
- введение льготного налогообложения прибылей при их вложении в обычные (привилегированные) акции финансовых институтов;
- меры налоговой амнистии для представителей среднего класса, направленные на легализацию сбережений и вложение этих средств в банки и инвестиционные ценные бумаги;
- комплекс мер по развитию венчурного капитала. Меры по облегчению налогообложения наукоемкого бизнеса, по созданию условий для развития венчурных фондов;
- учет испанского опыта — организация и стимулирование индивидуальных вложений в акции естественных монополий, а также средств пенсионных и страховых фондов;

[1] Доклад группы экспертов, представленный в МЭРТ: Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. М.: ТАСИС, 2003. С. 32–33; см. также: *Григорьев Л.М., Гурвич Е.Т., Саватюгин А.Л.* Финансовая система и экономическое развитие // МЭиМО. 2003. № 7.

- создания более долгосрочной программы развития региональных (отраслевых) внутренних облигаций для крупных инфраструктурных объектов национального значения;
- массовая переоценка собственности — недвижимости (развитие залоговой системы и ипотечных бумаг);
- применение аргентинского опыта: раскрытие информации о кредитах и обязательный выпуск банками субординированных котирующихся облигаций для рыночного контроля;
- создание системы прогнозирования, мониторинга, развития и общего регулирования финансовых рынков;
- наконец, в связи с затруднительным (и, видимо, преждевременным) характером изменения существующей разнородной системы государственного контроля над сегментами рынка предлагается использовать испанский опыт создания Координационного комитета в Правительстве из представителей всех органов надзора, действующим в увязке с долгосрочной стратегией развития рынков и контроля над финансовыми институтами.

Ряд обсуждавшихся пять-шесть лет назад проблем финансовой системы так и не были решены за время подъема, в частности развитие облигационного рынка для вложений в инфраструктурные промышленные проекты. Время для создания институтов и инструментов развития, укрепления национальных банков и рынка корпоративных облигаций было в целом упущено. Вместо реализации модели финансовых рынков, направленной на развитие страны с учетом ее реальных проблем, сложилась система вывоза прямого частного капитала, накопления государственных резервов (синдром нищеты 1990-х годов) и заимствования за рубежом портфельного капитала — евробонды и синдицированные займы. Рост нефтяных цен обусловил увеличение рейтингов российских компаний и банков и сокращение стоимости заимствовании за рубежом. Рост доходов поддерживал самофинансирование вложений и займы извне страны[1]. Ситуация никак не способствовала

[1] Фирмы и семьи формировали портфели с противоположными сегментами: высокодоходные рискованные активы в стране, низкодоходные надежные активы вне страны, и внешние займы как форма повышения общей доходности портфеля при ограниченном риске «иностранца».

серьезному улучшению институциональной базы финансового сектора, развитию инструментария развития критически важных секторов экономики, включая обеспечение доступа к кредиту малого и среднего бизнеса.

Таблица 3.33

Привлечение средств в РФ за счет еврооблигаций и синдицированных кредитов (млрд долл.)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Нетто-выпуск еврооблигаций:	–1,2	–0,2	3,3	7,5	9,8	17,1	21,9	38,1
финансовый сектор	–0,9	0,4	0,4	5,2	7,6	16,3	20,2	34,6
нефинансовый сектор	–0,3	–0,6	2,9	2,3	2,2	0,8	1,7	3,5
Синдицированные кредиты:	3,7	2,2	4,1	7,4	13,4	38,8	33,8	62,7
финансовый сектор	0,7	0,4	0,8	1,5	2,7	6,7	13,0	11,3
нефинансовый сектор	3,0	1,8	3,3	5,9	10,7	32,1	20,8	51,4

Источники: BIS, Cbonds, оценки и расчеты ИЭФ.

Таблица 3.34

Привлечение средств на внутренних рынках капитала РФ (млрд руб.)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Внутренние облигации:	н/д	н/д	н/д	48,8	76,9	134,0	319,7	550,9	549,9
финансовый сектор	н/д	2,9	1,2	5,9	11,6	16,7	68,9	109,4	223,9
нефинансовый сектор	н/д	н/д	н/д	42,9	65,3	117,3	250,8	441,5	326,0
Выпуск акций:	0,5	0,3	1,3	0,6	2,5	6,5	19,6	31,2	
финансовый сектор	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,6	
нефинансовый сектор	0,5	0,3	1,3	0,6	2,5	6,5	19,6	19,6	

Источники: BIS, Cbonds, РБК, оценки и расчеты ИЭФ.

Эта система разрасталась по мере наращивания доходов страны, все больше увеличивая масштабы «глобализации» национального инвестиционного процесса. Естественно, затруднения

с портфельным заимствованием за рубежом при отсутствии национальных механизмов реинвестирования экспортных доходов сделали систему накопления в стране довольно неустойчивой. Как видно из таблиц 3.33 и 3.34, зарубежные заимствования только в форме еврооблигаций и синдицированных кредитов выросли в 2007 г. до 100 млрд долл. — в пять раз больше привлеченных ресурсов с внутренних рынков капитала.

В России сложился редкий в современную эпоху перекос в распределении сбережений между государством, бизнесом и населением. В отличие от развитых стран более половины сбережений страны находятся у государства. Задача увеличения нормы накопления с 21% (2007 г.) даже до 24–28% ВВП может быть решена только за счет значительного увеличения частных эффективных вложений (тем более до уровня свыше 32%, как предполагается в Концепции долгосрочного развития — 2020). Это требует принятия комплексных мер в области экономической политики, а не просто экспансии государственных расходов. В частности, необходимо существенно укрепить права собственности, снизить административные барьеры на местах и в центре и пр.

Активное расширение накопления предполагает сбалансированное существование двух элементов — активов накопления, то есть инвестиционных проектов, имеющих реальную экономическую ценность, и ресурсов накопления, то есть источников финансирования этих активов. Для достижения желаемого результата развитие обоих элементов должно быть согласованным и соразмерным.

Финансовой кризис — 2008

Нерешенные проблемы развития финансовой системы сказались уже во время годичного периода втягивания в кризис. С августа-сентября 2007 г. российские банки столкнулись с проблемой ликвидности и сжатия внешнего кредита. Одновременно отечественные компании на пике мирового подъема получали все большие доходы от экспорта нефти, газа и металлов, что стимулировало самофинансирование в инвестиционных проектах. На этой базе биржевые индексы продолжали рост до мая 2008 г., что позволило российским банкам по-прежнему занимать за рубежом, а корпора-

циям — проявлять активность в области слияний и поглощений, кредитуя эти сделки под залог пакетов акций. Близорукость такого подхода к финансированию крупных сделок стала ясна осенью, когда margin calls поставили ряд компаний на грань смены собственника.

Вплоть до II и даже III кварталов 2008 г. в России продолжался параллельный процесс накопления корпоративной задолженности перед зарубежными финансовыми институтами и государственных резервов. Робкие просьбы банков о доступе к последним воспринимались денежными властями как покушение на свои сакральные запасы и попытку усилить инфляцию. Процесс накопления основного капитала остановился еще до обострения финансового кризиса в мире.

До августа 2008 г. в России в основном проводилась традиционная макроэкономическая политика борьбы с инфляцией. Хотя были предприняты серьезные шаги по увеличению краткосрочной ликвидности банков, но угроза инфляции налагала (как и во всем мире) серьезные ограничения на свободу принятия решений. Победить инфляцию классическим сжатием денежной массы (см. рис. 3.27) вплоть до кризиса так и не удалось, зато банки столкнулись с серьезными проблемами уже летом, до начала острого периода мирового кризиса ликвидности.

В 2008 г. была создана система поддержки ликвидности, но меры, направленные на переключение экономических агентов на внутренние источники финансирования, не принимались. «Скупой платит дважды» — средства, сэкономленные в ходе борьбы с инфляцией и сжатия денежной массы, оказались по большей части потерянными в течение недель биржевой паники. Борьба с инфляцией после нескольких лет подъема сжимает кредит и делает систему менее устойчивой к воздействию внешних шоков — так и произошло в России в этом году. В условиях замедления динамики денежной массы и денежной базы, а также кредитных ограничений уже наблюдается существенное падение темпов роста инвестиций в основной капитал (9,8% за 2008 г. по сравнению с 21% в 2007 г.).

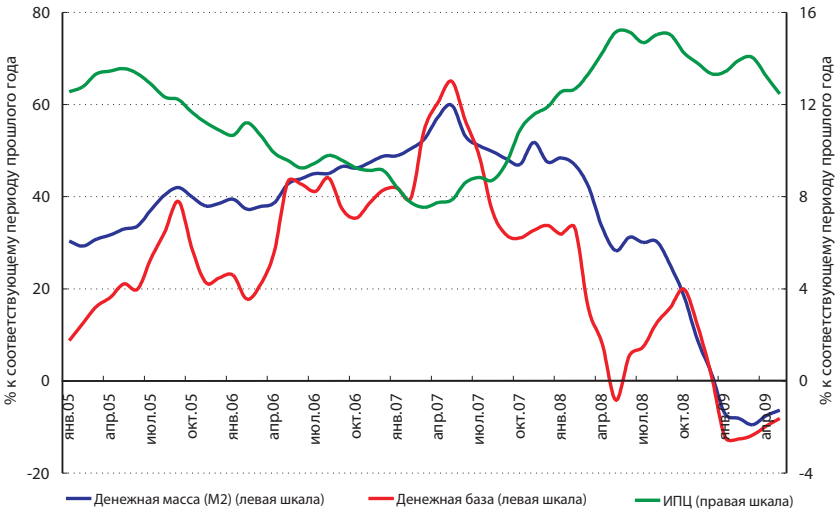

Рис. 3.27. **Динамика денежных агрегатов и инфляции, январь 2005 г. — май 2009 гг. (в % за последние 12 месяцев)**

Источники: ФСС РФ, ЦБ РФ, расчеты ИЭФ.

В целом Россия встретила мировой финансовый кризис с большими государственными резервами и слабой финансово-кредитной системой. В острой фазе кризиса крупнейшие финансовые группы оказались в полной зависимости от государства, поскольку увязли в краткосрочном заимствовании за рубежом под залог своих быстро падающих в цене акций. Руководство страны встало перед нетривиальным институциональным выбором: позволить иностранным держателям залогов получить контроль над огромной долей российских активов или платить за частный бизнес. Выбор в пользу второго пути дал государству огромные рычаги в национальной экономике — намного большие, чем могли мечтать любые сторонники ренационализации.

Обострение мирового финансового кризиса застало российскую экономику в точке перехода к модернизации. Принципиальная слабость частной финансовой системы России и зависимость от внешнего кредитования при накоплении огромных государственных финансовых резервов и значительном вывозе капитала усилили подверженность отечественной экономики внешним шокам.

В ходе противостояния финансовому кризису важно не только адаптироваться к новым согласованным решениям «Группы 20», но и модернизировать отечественную финансовую систему. Мировой финансовый кризис неожиданно для многих оказал крайне негативное влияние на российскую экономику. Падение фондового рынка было одним из сильнейших даже среди развивающихся стран. Пакет антикризисных мер, принятый властями в оперативном порядке, предусматривает вливание в экономику огромных сумм денег, однако его эффективность в ряде случаев вызывает вопросы. Более того, размеры «антикризисного пакета», а также быстрое сокращение валютных резервов вызвали озабоченность на мировых финансовых рынках и привели к ослаблению положения России и российских эмитентов на мировых площадках. Мы полагаем, что такая «избыточная» реакция российского рынка отражает фундаментальные проблемы национальной финансовой системы, «ее неполную адекватность». Необходимо использовать сложившуюся ситуацию для модернизации национальной финансовой системы и повышения ее устойчивости к внешним шокам.

Слабость российской биржи, ее зависимость от зарубежного спекулятивного капитала выразились сначала в продолжении роста индексов до мая, а потом — в практически неудержимом падении осенью. Для страны с сырьевым и энергетическим экспортом в этом нет ничего удивительного. Но при крайне малом свободном обращении акций ведущих компаний, отсутствии массового национального индивидуального акционера, который вкладывал бы средства «в длинную», трудно было ожидать, что инвесторы, зарубежные или даже отечественные, смогут выстоять в такой неблагоприятной среде.

На фоне падения объемов производства, торговли и капиталовложений продолжается борьба национальных властей, крупного бизнеса и международных организаций с мировым финансовым и экономическим кризисом. Назовем три основных рубежа, на которых она ведется с сентября 2008 г. при продолжающемся кредитном параличе:

- предотвращение крушения важнейших кредитных институтов с помощью «мягкой национализации»;
- предотвращение набега на сберегательные учреждения;
- предотвращение протекционизма в мировой торговле.

В ходе финансового кризиса важно поддержать привычную систему крупных, системообразующих (и малых) финансовых институтов. Она должна уже самим своим существованием предотвращать панику и поддерживать устойчивые отношения с клиентами. Ключевые, или опорные страховые (перестраховочные) фирмы, которые могли бы похоронить при своем банкротстве также и массу связанных с ними клиентов, должны быть спасены. На данном этапе вход государства через предоставление бюджетных средств в капитал этих учреждений выглядит как чисто спасательная операция. Но она носит очень рискованный характер — в развитых рыночных демократиях такие меры давно не принимали. Парламенты (партии на выборах) еще потребуют потом, после завершения кризиса, дать отчет о поддержке «жирных котов», как это уже наблюдалось в американском Конгрессе. Непонятны правила поведения регуляторов, сталкивающихся с конфликтом интересов; отсутствует четкая стратегия «выхода». Сейчас мы имеем дело с операциями, которые в дальнейшем могут оказать и отрицательное воздействие на финансовые рынки[1]. Кроме того, идея эффективности частных банков в нормальных условиях остается правильной. Чрезмерное огосударствление банковской системы должно снижать ее эффективность.

Хорошей стороной мировой ситуации остается предотвращение до настоящего времени массовых набегов вкладчиков на сберегательную систему, кроме Украины и Исландии. В то же время «финансовый национализм» привел к увеличению защиты депозитов, национализации и скупке (в частности в России) зашатавшихся банков[2]. Вместе с тем при дальнейшем развитии кризиса в реальной экономике потери в сберегательной системе будут накапливаться, как и в области ипотеки.

[1] Например, американское законодательство устанавливает высокую ставку дивидендов по привилегированным акциям, что может вести (особенно в условиях кризиса) к снижению доходности обычных акций банков и затруднениям с восстановлением их курса.

[2] Одной из проблем поддержки банков со стороны государства является сохранение неопределенности в отношении каждого банка в отдельности. Это сдерживает восстановление межбанковского рынка, поскольку его участники выжидают — кто будет спасен, а кто нет.

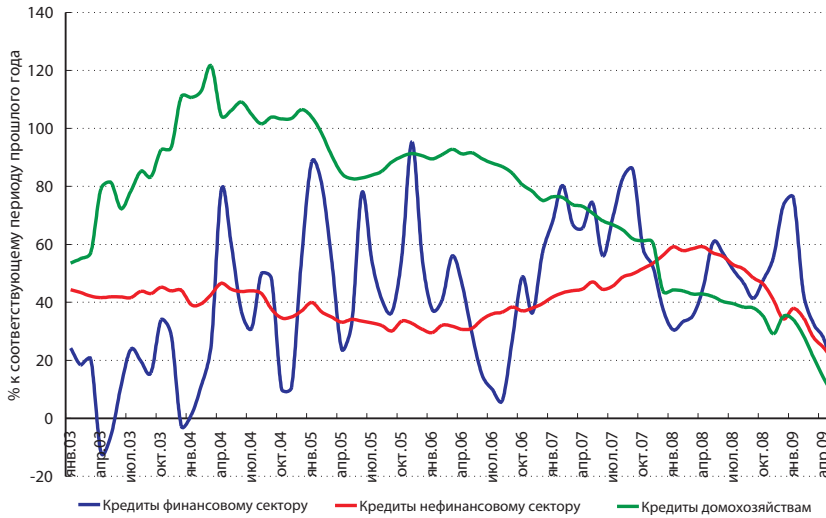

Рис. 3.28. **Динамика кредитов банковской системы по типу заемщиков, январь 2001 г. — май 2009 г.**

Источники: ЦБ РФ, расчеты ИЭФ.

В условиях годичного кризиса ликвидности банки так и не смогли получить ресурсы от Денежных Властей взамен «потерянных» недорогих ресурсов извне. Необходимость спасения платежной и кредитной системы вынудили власти на масштабные вливания. Снижение темпов роста кредитов в экономике (при инфляции выше 10%) отражает сложную картину удлинения сроков кредитов, добавочных ресурсов (см. рис. 3.28). Эти вливания, как и повышение уровня страхования вкладов предотвратили массовый отток средств из банков, «набеги» на банки, хотя тихая санация ряда неустойчивых банков с помощью государственных банков обошлась в существенные средства.

Развитие кризиса в реальном секторе

В четвертом квартале 2008 г. — первом полугодии 2009 г. произошло резкое снижение производственной и инвестиционной активности в большинстве секторов экономики мира. Ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры, сложности с получением

заемного финансирования привели к сокращению производственных планов и инвестиционных программ.

Наибольший ценовой шок испытали предприятия металлургического и химического производств — за три месяца (сентябрь-ноябрь) падение цен составило 1,5–2 раза. В ряде стран принимаются протекционистские меры: субсидирование экспорта, формирование стратегических товарных фондов для покупки сырья у внутренних производителей и т.д. В России кризис сконцентрирован в тех же отраслях, что и в мире: металлургия, строительные материалы, автомобильная, химическая промышленность (см. рис. 3.29).

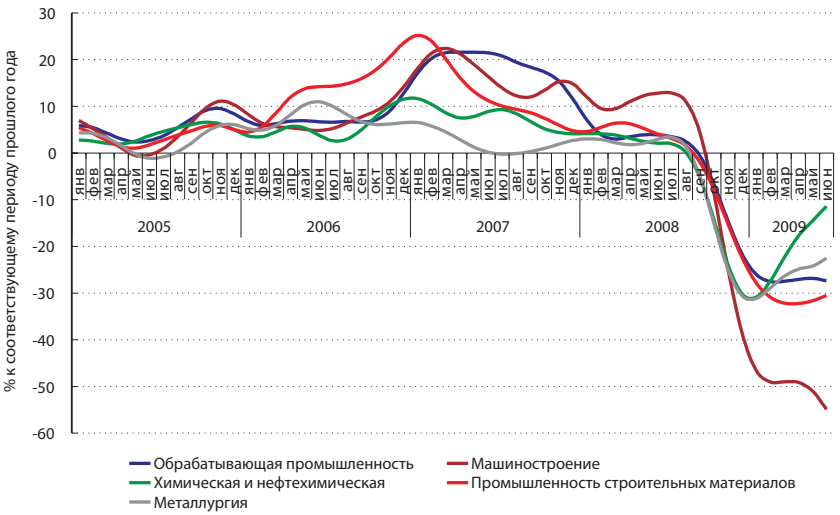

Рис. 3.29. **Динамика промышленности по видам, январь 2005 г. — июнь 2009 г.**

Источник: ФСГС РФ.

Тяжелый финансовый кризис (включая инфляцию и падение курса рубля) вызвал несколько дополнительных негативных эффектов на ранней стадии спада. Это не только свертывание ипотеки, которое шло с 2007 г. и было весьма заметно еще до старта финансового шока в сентябре 2008 г. Речь идет о подрыве потребительского кредита, бегстве от национальной валюты. В частности в России осенью 2008 г. это проявилось в форме бегства в товары — потребители сохранили на определенный период времени уровень

покупок при явном серьезном снижении дохода. Этот эффект продолжается короткое время, пока семьи пытаются использовать обесценившиеся сбережения для реализации покупок до старта инфляции. В дальнейшем рост безработицы и падение доходов становились более чувствительными, хотя правительство давало значительные дополнительные ресурсы ряду категорий населения и предприятий. Осень-зима 2009 г. покажет, где находится «дно» спада и успех мер прямой поддержки бизнеса этого периода. В то же время не стоит преувеличивать действенность отдельных мер — при падении курса рубля началось переключение спроса на внутренние источники товаров. Создание определенных программ поддержания спроса в задетых рецессией отраслях покажет возможность создания частично замкнутых циклов производства и спроса для стабилизации экономики.

Карта мер антикризисной политики

В условиях кризиса инстинкт управленца и «хозяйственника» восстает против абсурда спирального сокращения спроса и производства. Первые антикризисные реакции обычно лежат в логике «предотвращения» и «восстановления», компенсации всем и всего — быстрый возврат к нормальности. Но кризис быстро указывает на жесткие и сокращающиеся бюджетные ограничения.

Главная проблема антикризисной политики — не в намерениях правительства и не в искренности пострадавших, обращающихся за помощью, а в различии интересов экономических агентов в условиях роста и кризиса[1]. Осенью — зимой 2008–2009 гг. по всему миру (и в США, и в Росси) «реальный сектор» и правительственные представители выражают недоумение и раздражение тем, что банки при получении государственных средств тратят их на «свои нужды и покупку других банков». Аналогично средства, предоставленные семьям, могут поддержать импорт или уйти в покупку валюты, что поддержанию спроса на продукцию домашней промышленности не способствует. Также и с компаниями — предоставление им средств (в любой форме) должно

[1] *Григорьев Л.М., Плаксин С.М.* Цели и интересы групп на старте кризиса: как сохранить позиции и дожить до модернизации / Стратегии социально-экономического развития России: влияние кризиса. В 2 ч. Ч. 1. Коллектив авторов. М.: Экон-Информ, 2009. С. 161–170.

быть обусловлено ясной целью анти-кризисного регулятора: геологоразведка в нефтегазовой промышленности; кредитование покупателей автомобилей в автомобильной промышленности; завершение строительства или расширение строительства недорогого жилья и дорог для строителей. В долгосрочном плане все равно выход из кризиса в развитие — это корпоративный контроль, демонополизация и институты конкуренции, снижение барьеров и коррупции. Надо сознавать, что во многих случаях (если не в большинстве) экономические агенты имеют более сложную мотивацию, чем полагают чиновники; обладают большим совершенством методов и инструментов (а также «коварством»), чем чиновники; имеют значительно большее смещение интересов к сохранению капитала, образа жизни, нежели поддержанию капиталовложений, особенно сколько-то рискованных, чем думают чиновники.

Применяемые меры поддержки ведущих отраслей и предприятий многообразны. При снижении спроса и угрозе спирального развития кризиса принципиальный вопрос для государственной политики — кого именно и в каких целях необходимо или предпочтительнее поддерживать. Потери экономических агентов в ходе рецессии настолько велики, что любые регулирующие или компенсирующие воздействия заведомо слабее. Регулирующие воздействия правительства на ранней стадии могут быть направлены на спасение от банкротства тех или иных ключевых экономических агентов; формирование макроэкономических условий для переориентации действий экономических агентов; сокращение паники и предотвращение панических действий самостоятельно способных разрушить экономическую жизнь.

Разумеется, не существует абстрактной «поддержки» — этот термин скрывает за собой компендиум мер социальной защиты, приоритеты государственной политики, вливания в банки, расходы на различные типы бизнеса, крупного или малого, попытки «заплатить» за устойчивость к угрозе массовых банкротств или найти точку взаимосвязи с другими отраслями и ограничить распространение. Правительство вынуждено решать важную проблему: хочет ли оно поддержать конечный потребительский спрос или инвестиционный, людей или фирмы. В первом случае упор идет на пенсионеров, пособия, удержание рабочих на произ-

водстве. В какой-то степени это неизбежно, но решает в основном задачи социально-политической устойчивости. Но надо сознавать ограниченность этого подхода — он не может вытащить промышленность из спада и консервирует сложившуюся неэффективную экономику. Кроме того ограниченность ресурсов не позволит все равно поддержать всех пострадавших (в небогатой стране) так, чтобы они ослабили давление.

Общее правило — поддерживать те сегменты конечного спроса, которые могут своим спросом оживить внутреннее производство по цепи спроса. И необходимо постепенно оживлять те или иные банковские сегменты для оживления спроса на товары длительного пользования. Наконец, максимально все экономические агенты, включая семьи и бизнес должны получить шанс на адаптацию. Снятие барьеров против бизнеса и ограничение рентного давления на бизнес совершенно необходимы для поддержания занятости и нового шанса на подъем. Некоторое снижение потребления неизбежно, но важна его равномерность и исключение социальных провалов в региональном или отраслевом плане. Социальная справедливость в условиях кризиса — постановка весьма сложная для реализации. Выход из кризиса должен дать шанс предприимчивому, нежели пострадавшему.

Направление на выход из кризиса в инвестиционное развитие трудно реализуется по причине финансовых ограничений. Предсказуемость, подержание перспективы, изоляция определенного типа расходов в пределах возможностей — все это ограничивает кризис. В Матрице 1 мы указываем на то, какие факторы и чьи решения влияют на развитие — международное, внутреннее, (региональные), населения. Меры поддержки не могут быть униформными по отраслям. Они делятся на долгосрочные меры — на что ориентироваться для построения посткризисной нормальной экономики; и меры для краткосрочного ограничения кризисных явлений.

Анти-кризисная политика за несколько месяцев прошла путь к селективной поддержке, правда — более не по «правилам», а в режиме «ручного управления». В зависимости от успеха стабилизации производства и доходов на некотором уровне («дно кризиса») можно ожидать и дальнейших действий по оживлению экономики и возврата даже к некоторым приоритетным инвестиционным программам.

Таблица 3.35

Падение спроса при рецессии и меры «поддержки»

	Характер зависимости	**Направление передачи импульса**	**Направления краткосрочного воздействия государства**			**Долгосрочные институциональные меры**
Тип отраслей	Рынок сбыта (цены)	Зависимая отрасль	Поддержка инвестиций	Социальная поддержка работающих	Фокус поддержки	Эффективность в долгосрочном плане
Нефтегазовый сектор	Мировой рынки и зарубежные банки	Оборудование и строительство, импорт	Разведка, инфраструктура (в России)	В регионах	Удержание контроля, эффективность, кредит	Законодательство: эффективные налоги
Гражданское машиностроение	Россия- СНГ, банки и гос. программы	Металл, импорт	Сохранение программ, льготы	Через заказы	Поддержка перевооружения	Стабильный спрос, конкуренция
Инновации	Россия, бюджет	Наука, вузы, рынок	Налоговые льготы		Кадры и программы	Интеллектуальные права
ВПК	Россия — мировой, гос. финансы	Металл, наука, машиностроение	Качество продукции	Через заказы	Устойчивость — изоляция от рецессии	Контроль эффективности
Автомобили	Россия — СНГ, кредит	Металл, импорт частей	Частичная защита рынка	Рост производительности	Кредит, защита от конкуренции	Кооперация, конкуренция
Жилищное строительство	Россия, ипотека, банки	Стройматериалы	Стройматериалы —замещение	Переход к «эконом. классу»	Снижение скрытых рент	Демонополизация доступа к земле и поставщиков
Пищевая	Россия, банки	Импорт, сельское хозяйство	Импорто – замещение	Меньшая проблема	Устойчивость снабжения в бедных сегментах	Демонополизация снабжения
Розничные цепи	Россия, импорт, потребительский кредит	Легкая и пищевая промышленность, импорт	Конкуренция	Снижение коррупции	Расширения вход в отрасль	Демонополизация сбыта
Финансовый сектор	Россия, приток капитала	Перекредитование вместо внешних	Ликвидация слабых звеньев	Конкуренция	Восстановление кредита	Капитализация и повышение качества регулирования

3.11. Интересы и проблемы во время мирового кризиса: ответственность элит, понимание среднего класса, терпение бедняков[1] (2009)

До мирового кризиса политическое поведение стран регулировалось в основном в рамках политической логики при относительно «мягких бюджетных ограничениях» для ЕС и при значительном росте долгов у США. Экономические проблемы испытывали значительное воздействие политической логики ведущих игроков — например, политизация проблем энергетической безопасности. Мировой кризис резко сжимает финансовые ограничения для свободы политических решений, а, соответственно, резко возрастает стоимость политических целей и намерений для мира рациональных экономических решений. Это больше не два связанных уравнения — это одно сложнейшее уравнение. Общая угроза — мировая рецессия — должна изменить характер взаимодействия между политическими и экономическими проблемами.

Потери, которые несет первая в истории мировая рыночная рецессия (то есть захватывающая Россию и Китай), уже огромны для многих стран и секторов экономики. Но впереди резкий рост бюджетных дефицитов, появление новых важных приоритетов для общества и правительств, потери срочности для некоторых острых вопросов начала 2000-х годов. Нет нужды в теории кооперации, чтобы понимать — совместные действия на ограничение остроты, масштабов, продолжительности и последствий Мировой рецессии совершенно необходимы. Но не будут ли сложившиеся политические проблемы ограничивать эффективность мировой кооперации? Выход из кризиса в 2010–2011 годах (в зависимости от определения) не будет возвращением назад в ранние 2000-е.

[1] *Григорьев Л.* Интересы и проблемы во время мирового кризиса: ответственность элит, понимание среднего класса, терпение бедняков / Стратегии социально-экономического развития России: влияние кризиса. В 2 ч. Ч. 1. Коллектив авторов. М.: Экон-Информ, 2009. С. 115–160.

Пройдет очередное глобальное перемещение промышленности и услуг, ряд стран окажутся в выигрыше или проигрыше в различных пропорциях в ходе кризиса, но и особенно после него — в долгосрочном плане. Мы вряд ли хотим видеть новый набор стран в состоянии послекризисной промышленной депрессии, бюджетных дефицитах, дефолтах по государственным и частным долгам, как в 1980-х и 1990-х годах. Наша задача в данной работе — рассмотреть некоторые важные вопросы международных (в основном экономических) отношений в контексте кризиса как внешнего шока к сложившейся системе отношений. И одновременно мы будем пытаться наметить подходы к увязке внутренних интересов влиятельных акторов и внешней политики. В одной статье не решишь слишком много проблем, но стоит попытаться сузить коридор для поиска компромиссных решений на мировой арене с целью стабилизации политического процесса в условиях опасного мирового экономического кризиса. Вопросы принятия решений в критических вопросах или обстоятельствах относятся к страновым или международным (и региональным объединениям) интересам, правилам, праву. Мы полагаем, что в традиционном анализе международных проблем часто отсутствует анализ институциональной карты ситуации — чьи интересы и позиции внутри страны отражает экономическая (и внешняя) политика страны[1].

Мы полагаем, что элиты стран, особенно стран со сформировавшимися исторически глубокими интересами, позициями по ряду проблем, естественно, определяют ключевые элементы политики своих стран. Разумеется, демократический процесс меняет элементы у власти (правительства), но в развитых де-

[1] Мы полагаем, что метод, развитый для обсуждения коалиций для определения стратегий внутри страны, может быть применен и для определения интересов влиятельных групп во внешней политике по странам и важным международным вопросам. В большой степени это была бы систематизация (генерализация) достаточно известного подхода, приписывающая специфику внешней политики страны интересам того сегмента правящей элиты, который находится у власти в данный момент. Мы полагаем, что подход нуждается в большей широте и охвате слоев общества. См.: *Григорьев Л. М.* Конфликты интересов и коалиции // Pro et Contra. 2007. Т. 11, № 4–5; Коалиции для будущего. Стратегии развития России: Коллектив экономистов СИГМА. М.: Промышленник России, 2007.

мократиях обычно различия ценностей, принципов и политик соперничающих крыльев (внутренних коалиций) элиты не столь конфликтны. Радикалов по возможности не допускают к власти. То есть мы различаем интересы страны и позиции элит у власти, которые могут и не совпадать, особенно в случае длительной диктатуры или узурпации власти (Зимбабве, скажем). Одновременно мы различаем объявленные и выявленные ценности элит и интересы стран в чисто прагматическом отношении, которые корреспондируют по существу к конфликтующим элементам в позиции элит (чему ниже мы дадим примеры). В то же время претензии политической элиты на управление (во взаимодействии с финансовой и интеллектуальной) своей страной, влияние вовне основаны на сочетании собственно Ценностей и Послания к своим и иным народам. Элиты дорожат своим положением в обществе, берегут его и строят свои отношения со средним классом и бедными слоями рационально (то есть мы исключаем диктатуру как рациональный внутренний общественный договор). Разумеется, сложным случаем для анализа и для реальной мировой жизни являются элиты с Мессианской традицией — мы наблюдали недавно коммунистическую, мы явно видим протестантскую в действии (каковой была католическая в свое время — вспомним крестовые походы), мы помним в истории и ощущаем и побаиваемся радикальной исламской традиции. Демократические страны справедливо гордятся высокой степенью единства ценностей своих элит, высокой степенью их принятия другими слоями общества. С учетом высокой роли средств информации, унификации процессов и сходства исторического генезиса экономически продвинутые страны с рыночным хозяйством и развитой демократической системой обладают и высокой степенью координации элит. В то же время национальные интересы и различия остаются, элиты (например, французская) сохраняют свои особенности и стараются избежать растворения, несмотря на процессы унификации правового поля, информационного пространства, образа жизни. Намного сложнее с элитами в странах с формирующимися демократическими системами, относительно средним уровнем развития и неустоявшимися традициями. Например, смена элит в процессе трансформации от советской системы и плана к рынку и демократии не могла пройти легко и незаметно для остального

мира. В ряде случаев мы наблюдаем конфликты новых элит — например, газовый конфликт Украины с Россией во многом определяется не только объективными распределительными (коммерческими) конфликтами, но и глубоким конфликтом важных сегментов политических и интеллектуальных элит внутри Украины и между двумя странами.

Положение элит в многообразном мире, таким образом, можно (и нужно) рассматривать в нескольких плоскостях: отношения с иными социальными силами внутри стран при соперничестве внутри элит; отношения со сходными в ценностях элитами при сохранении различий и соперничества; соотношение ценностей элит, объявленная и ограниченная возможность действовать в глобальном плане по жестким принципам и идеологическим предпочтениям — вынужденный внешний прагматизм (обычно при внутренней более высокой жесткости); наконец соперничество различных по истории и ценностям элит. Сходные элиты при всех различиях фактически имеют (стремятся иметь) насколько возможно прочный международный договор о базисных ценностях и принципах поведения. В отношениях между элитами также фактически присутствует исторически определенное уважение и толерабельность, кроме тех случаев, когда одна из элит (вроде фашистской) начинала предъявлять открытые претензии на ликвидацию иных элит в рамках некоей мессианской программы. Умеренность и уважение между политическими элитами увязано с соперничеством и соглашениями между финансовыми элитами, сосуществованием и взаимопроникновением интеллектуальных элит. Эта трудная гармония — она далась веками конфликтов и двумя мировыми войнами в XX в. Она базируется на признании невозможности и необходимости избежать масштабных конфликтов между элитами, признании различий и законности интересов в своей стране и в мире (отчасти определяемых государственным суверенитетом).

Несостоявшийся «Конец Истории» отчасти был формой выражения победы ценностей Западной цивилизации в довольно радикальной форме «воинствующего либерализма». Новые мировые проблемы и трения показывают нереальность программы быстрой победы ценностей одной — даже очень значительной и мощной — группы элит над остальными, причем в форме «быстрого

перевоспитания» и даже смены «упорствующих» элит (включая не только политические, но и идеологические компоненты). Мировой кризис резко отягощает повестку дня элит (и их правительств), повышает риски стабильности внутренних, требования к успеху в антикризисной борьбе. Возникает вновь проблема борьбы не за долю растущего пирога по согласованным правилам (типа ВТО для стран), а перераспределения убытков кризиса. Увеличивается угроза усиления конфликтов между элитами по различным, исторически нерешенным или новым, особенно экономическим проблемам. Мудрость элит состоит в поддержании определенного баланса во внутреннем договоре с другими слоями, так и в системе внешних договоров, призванных сократить не только прямые издержки конфликтов, но и избыточные «страховочные расходы» на случай возможных конфликтов (политических или экономических) в будущем.

Успешность решения материальных проблем стран, стабильность среднего класса и постепенное улучшение положения бедных слоев — важный показатель успешности элит, который подтверждается периодически в электоральном процессе. Нарушение социальной стабильности, внешние шоки или угрозы (включая финансовые энергетические шоки, терроризм) являются не только проблемой для страны или стран, но и вызовом элитам, их способности диагностировать внутренние и внешние проблемы, решать проблемы безопасности и устойчивого развития. Внутренний договор элит с другими слоями общества осложняется, естественно, национальными или социальными, региональными диспропорциями или неблагоприятной динамикой их развития.

Соперничество между политическими силами в развитых демократиях идет при сохранении основными сторонами опоры на основные ценности и сложившийся правовой режим. На краях политического спектра стали вновь появляться правые в условиях кризиса в Европе, но и они остаются в рамках легального политического процесса. Но важно еще и отношение к миру, его существованию. Бесспорное превосходство демократии над автократией в долгосрочном плане в сочетании с технологическим и финансовым превосходством дало странам «золотого миллиарда» уникальную возможность позитивно влиять

на развитие мира в течение длительного периода[1]. Прекращение холодной войны и исчезновение гонки вооружений на многократное гарантированное уничтожение друг друга дало просто первоклассный шанс для развития мира. Но то был не мандат на «ликвидацию истории» и установление правила, что «данная элита всегда права», а мандат на бережное отношение к истории и культуре других стран, их политической истории с целью ускорения развития.

В целом фокус обсуждения ведущих держав мира в начале 2009 г. — это некий новый порядок «global economic governance». Нужно принять совместные антикризисные меры — по существу правила перераспределения убытков мировой рецессии. Мировая финансовая архитектура после провала 2008 г. — ключ к росту в послекризисный период. Упорядочение отношений в энергетике имеет огромное отношение к стабильности развития мира, сохранению климата. Цели развития Тысячелетия и борьба с бедностью также не должны быть потеряны по ходу развертывания драмы рецессии.

Мы далеки от того, чтобы попытаться разом увязать подходы ведущих стран к мировым проблемам с внутренними позициями элит и их потребностями в защите своих позиций. Мы сосредоточимся на трех-четырех актуальных областях, которые могут стать объектом более комплексного анализа в будущем: внутреннее неравенство в ряде стран; энергетические проблемы мира и цели энергетической политики; кризис финансовой архитектуры и будущее мировых капиталовложений.

Глобальные проблемы — их отражение в интересах

Политическая картина мира последних лет стала довольно напряженная — никакой безмятежности, которая должна была последовать после «похорон истории» по Фукуяме, нет и не предвидится. Мир становится все более и более взаимозависимым, события на оном континенте более не являются, не выглядят и не воспринимаются как изолированные от отдаленных континентов.

[1] Новейшие исследования не показывают прямой связи демократии и уровня ВВП на душу населения — скорее связь видна между показателями демократии и позитивной динамикой роста благосостояния.

Миграции стали исчисляться миллионами, переводы гарстарбайтеров идут по десяткам миллиардов долларов в год. Войны в Ираке и Афганистане продолжаются, Палестинская проблема вновь решается силой, Иранская проблема остается на повестке дня. Добавим августовский конфликт на Кавказе, безнаказанность сомалийских пиратов (в XXI веке!), конфликты в Африке (Конго, Зимбабве), рост популизма в Латинской Америке, неустойчивость в Пакистане. Разумеется, правительства развитых стран пытаются позитивно решать мировые проблемы, но так, чтобы по возможности не затронуть интересы своих элит, своего среднего класса, своих бедных.

Практически во всех конфликтных ситуациях, нерешенных проблемах нет уже единой коалиции Варшавского блока, противостоящего НАТО и демократическим странам. К рубежу XXI в. выявилось значительное различие интересов стран (и элит) в каждой из сложных мировых проблем. Далеко не все союзники по НАТО участвовали в операции в Ираке, не все однозначно по отношению к Ирану между США и Европой. И различие лежит как в специфических государственных интересах, так и во взглядах элит. Различие взглядов элит на проблемы сохранения климата между администрацией США в последние восемь лет и европейскими правительствами при гигантском консенсусе на уровне образованных средних классов. Россия имеет свою конфигурацию государственных интересов, а ее элиты (не вполне завершившие свое формирование) пытаются найти свое место среди мировых элит.

Россия только вышла из кризиса и пытается найти себе место в клубе великих держав, что предполагает наличие не только сильной экономики и армии, но устойчивой и ответственной элиты (не простая вещь при ее смене за два десятилетия) и сколько-то зрелого среднего класса. Новая политическая элита России предъявила определенные претензии на «традиционное» место и роль России в мире с опорой на многовековую историю, выбрасывая из сознания, как специфическую тень советского режима, так и недавний трансформационный кризис. Сигнал достаточно простой: у нас нет идеологической повестки дня — так что забудем сразу и о 1917–1990 и о 1990–1999 годах, оставим от них только общечеловеческие компоненты. Российские интересы существенны

сами по себе для развития страны и элита не видит оснований от них отказываться на том основании, что СССР предъявлял идеологические претензии на слишком многое в геополитическом плане. Трудно найти сколько-нибудь существенную социальную группу в России, которая предлагала бы радикально отличающуюся концепцию национальных внешних интересов — внутренние проблемы, разумеется, остаются предметом дебатов также, как и методы достижения внешних целей.

Общая ситуация в мире неустойчива и вынуждает задуматься о приемлемом способе успокоения мира. А тут еще зимой 2009 г. многие акторы на мировой арене спешат возобновить (и обострить) свои конфликты именно в начале работы нового Президента США Б.Обамы с тем, чтобы вынудить его спонтанно занять определенную позицию на свои (первые) четыре года президентства. На самом деле всем нужна пауза для решения проблем опасного экономического кризиса, нужны минимально приемлемые условия, чтобы дать Б.Обаме, Н.Саркози, Д.А.Медведеву и другим выработать новые условия и правила взаимодействия для решения проблем устойчивости и развития мира.

В мировой экономике недавно было так хорошо (почти всем), а теперь — широкие свинги цен на нефть от 8 до 145 и до 35 долл. за баррель, размягчение сердцевины мировой банковской системы и биржевой кризис и несколько стран на грани дефолта — ничего похожего на устойчивость. Старт Мировой рецессии осенью 2008 г. — фон для проверки зрелости мировых правительств и их способности вытащить нашу Планету из кризиса экономического, не дав ей войти в политический. Только вот кому мы доверяем — сознательности правительств или элитам? И кто мы — наверное, все-таки средний класс — даже скорее так называемый «средний средний» образованный класс. Можем ли мы в трудный момент истории верить в готовность ведущих мировых элит к самоограничению, выработке компромиссов, достижению общего согласия по снижению напряжения и восстановлению работающих финансовых рынков, предотвращения торговых и социальных конфликтов? Скорее всего, у нас нет выхода: получив эти элиты однажды — вырваться из их объятий очень сложно, экономически просто невозможно, политически очень накладно. Это пытался делать когда-то

в начале XX в. не средний класс, а «пролетариат» и то в самом крайнем случае. Но мир меняется и все шире общается — спасибо информационной революции. Так что можно, по крайней мере, сформулировать свое видение мира, которое выдерживало бы определенную последовательную логику. Естественным был бы подход по критерию стабильности в отношениях, устойчивости развития и минимизации конфликтности в решении проблем, чему помогло бы и некоторое самоограничение ведущих акторов при решении острых политических проблем.

В большой степени возможность координации в решении долгосрочных дорогостоящих международных проблем зависит от рациональности, сходства целей (ценностей и интересов) и здравого смысла основных воздействующих игроков внутри стран. Основные силы и проблемы, воздействующие на процесс выработки целей и средств, могут быть (нестрого) перечислены: традиционная политическая элита, выявленные проблемы крупного бизнеса, средний класс с его поиском устойчивости, религиозные взгляды влиятельных групп общества, специальные региональные интересы или интересы массовых беднейших слоев, представления широких образованных слоев общества (интеллектуальная элита и средний класс), являющиеся результатом определенной истории образования и информирования в стране.

Обычно элиты имеют превосходные возможности и ресурсы для того, чтобы провести свои взгляды как позицию страны (крайнее выражение — эмоциональная мобилизация в случае конфликта или угрозы). Важность внутристрановых ограничений на сферу международной координации неожиданно получила серьезное подтверждение в прошлом году, когда многие члены НАТО не признали независимость Косово по ряду собственных соображений. Но мы верим, что последовательный анализ позволяет отделить серьезные экономические проблемы страны от идеологических, исторических «потребностей» элит в формировании внешней политики. Это важно также потому, что мир становится все более «компактным и обозримым», хотя и не становится более управляемым. Мы попробуем не только оценить те проблемы, которые обостряются в условиях мирового кризиса, но и наметить коридоры для возможных решений

проблем мира, но и указать на самоограничения или пределы свободы действий элит.

Кризис ведет к потерям практически у всех игроков — правительств, компаний, семей по широчайшему кругу стран. За осень 2008 г. повестка дня сменилась — мир перешел от обсуждения вопроса о рациональном использовании растущих ресурсов ведущих стран на решение глобальных проблем к обсуждению вопроса о кризисе и распределении издержек и потерь, краткосрочных и долгосрочных. В Европейском союзе сложилась широкая коалиция по поводу защиты климата и необходимости радикального сокращения выбросов парниковых газов. В то же время национальные энергетические стратегии серьезно отличаются. А методы достижения пороговых значений к 2020 г. остаются предметом серьезных споров как на национальном, так и на европейском уровне, поскольку они связаны с рядом политических вопросов, вроде энергозависимости, отношения к ядерной энергетике, региональной кооперации и т.п.

Исторически элиты играли ведущую роль в этом процессе, но голосует все-таки средний класс — кто и как определяет важность проблем, кто является референтной точкой, чьи финальные интересы должны быть учтены при разработке самой идеи интересов страны. Мы полагаем, что национальная история и традиции элит играют огромную роль, хотя в XXI в. демократический процесс предполагает огромную роль взаимодействия действий и верований элит, средних слоев, национальных и религиозных факторов, уровня развития и фактора бедности. Демократические выборы показывают более ясно позиции сторон и партий, но в эти моменты политики базируются на сложившихся представлениях о внешних угрозах и целях страны, стараясь привлечь сторонников из соответствующих влиятельных электоральных групп (численность, финансовые возможности, доступ к СМИ и прочее) с их традиционными представлениями[1]. В трудные

[1] Есть целый ряд примеров создания партиями или элитными группами внешних конфликтов (обычно с соседями и по эмоциональным вопросам) для целей выигрыша внутренних выборов. Это можно расценивать в теории как разновидность оппортунистического поведения, в которых долгосрочные интересы широкого сообщества могут быть принесены в жертву интересам узкой группы.

моменты истории — кризисы и полосы конфликтов — элита оказывается ответственной за быстрые и эффективные решения по поддержанию экономической стабильности. Четверть века относительного процветания создали определенные стереотипы и ожидания: средний класс развитых стран, новый средний класс развивающихся стран рассчитывает на сохранение своего образа жизни, а бедные слои развитых стран давно не были под ударом такого кризиса и не готовы к резкому ухудшению материального положения. Развивающиеся страны (десятки их) могут оказаться вновь отброшенными назад в своем развитии. Под угрозой и вся глобальная повестка дня — во время тяжелого кризиса редко удается решать проблемы с большими расходами на старте и отложенными позитивными эффектами.

Ключевое значение для мира будет иметь характер новой политики США в эпоху после либералов — неоконсерваторов. Характер отношения американской элиты в своей ответственности за страну и за остальной мир играет все более важную роль в устройстве мирового «governance» в экономике и политике. На наш взгляд суть такого контракта в американском случае довольно проста: элита взяла на себя роль мирового попечителя (судьи), предоставив среднему классу место наблюдателей — почти присяжных заседателей; а бедные в свою очередь служат в армии и защищают демократию[1]. При всей упрощенности этого подхода — жизнь в мире намного сложнее — в нем лежит возможность переключения внимания на внешнюю политику и мировые проблемы. Ответственность принимаемая элитой страны за мировые дела предполагает и расширение вовлеченности гражданских организаций в части развития демократии — глобализация среднего класса и его долгосрочных интересов в стабильности и демократии.

Для любой другой страны (включая Россию) увязка внешней и внутренней политики — это проблема корректной оценки наличия реальной или ожидаемой внешней угрозы для стра-

[1] Ряд представителей американской элиты достаточно четко формулирует высокие цели реформы мира (на языке западной цивилизации) в многостороннем или одностороннем порядке как свою ответственность. В ряде случаев процесс имплементации этих целей трудно отделить от коммерческих интересов крупного бизнеса и интересов элиты.

ны (или для элиты). Для сверхдержавы простых угроз уже нет и быть не может — это был бы провал элиты. Оказалось, что можно выдвинуть идею «абсолютной» безопасности одной страны от всех существенных угроз: терроризма, военного соперничества, энергетической зависимости. Эта цель прекрасно гармонирует с идеей проведения идей спасения мира и распространения демократии. Логика поведения политической элиты США зачастую выглядит как попытка предложить своему среднему классу (и населению в целом) ведущую роль в отношении распространения демократии и ценностей Западной цивилизации. Причем это происходит в увязке активной роли во вне практически с обеспечением безопасности от любых угроз извне — очень близко к абсолютной безопасности. События последнего времени показали сложность и исключительно высокую стоимость такой политики и невозможность получить искомые устойчивые результаты.

Новому Президенту США придется срочно заниматься ревитализацией экономики — для этого предназначен пакет мер в 800 млрд долл., который одобрил Конгресс в феврале 2009 г. Средства поступают достаточно медленно, и серьезное прямое воздействие на экономику станет ощутимым примерно в 3–4 квартале 2009 г. Будет довольно сложно по всем правилам отобрать те инфраструктурные проекты (федеральные сооружения) и проекты по возобновляемой энергетике, создать проекты, выделить ассигнования, начать заказы и работы. Важнее будет «дух прекращения кризиса», который действительно может помочь и именно в США. Сложной стороной этого гигантского плана будет его дефицитное финансирование, которое потребует продажи кому-то огромных объемов государственных облигаций. Больших свободных средств внутри страны нет, кроме роста сбережений населения и покупки Казначейских бумаг самим ФРС. Другие страны смогут продолжить свое бегство к «надежности» инструментов в условиях своих рецессий как только определится ситуация с курсом доллара. Еще один триллион долларов долга в случае перекачивания сбережений поставит остальной мир в ситуацию нехватки капитала на выходе из рецессии. Так что меры по вытягиванию американского локомотива из рецессии

будут похожи на предыдущие случаи за прошедшие декады. Это снова примерно такая же простая сделка между элитами мира: мы в США вытягиваем свою экономику при низком курсе доллара и на заемные средства — а вы это частично финансируете и ждете, пока откроется возможность роста экспорта в США, что вытянет и вас из кризиса. Это вполне вероятный вариант — всем нужны надежные инструменты вложения средств. Однако задачка по абсолютной величине может и не сойтись тем более, что пока идет бегство от американских частных бумаг. Во всяком случае — это также предмет для обсуждения в рамках формирования новой международной финансовой архитектуры.

Глобальные проблемы и мировой кризис — угроза…[1]

Мировой экономический кризис начался в прошлом 2008 г. резко и неожиданно для основных мировых игроков — правительств, крупных компаний, населения, международных организаций. Одновременный финансовый кризис и взлет сырьевых, продовольственных и энергетических цен в конце мощного циклического подъема мир видел и раньше, но то было более четверти века назад — в полосе 1974–1982 гг. (см. рис. 3.30). По динамике реального ВВП видно, насколько синхронно поворачивает вниз динамика ведущих стран — намного более едино, нежели это было практически во все предыдущие кризисы. Рецессия уже видна на месячных данных, и она становится сильнейшим внешним параметром — не всеми еще осознанным — для решения всех глобальных политических и экономических проблем. «Великая депрессия» 30-х годов (с 40% падением ВВП в США) пока не грозит — она была результатом длительного разрушения финансовой системы ведущих стран и разрушения мировой торговли через протекционизм (как говорят шахматисты, это был «кооперативный мат»). Такая образованная ловушка, из которой трудно было выкарабкаться, сама по себе не может сложиться — это может произойти в случае раскручивания торговых войн и неудачных решений. Так что потребуется огромная осторожность в поведении стран, серьезная кооперация и учет критически важных

[1] См. Раздел 3.9.

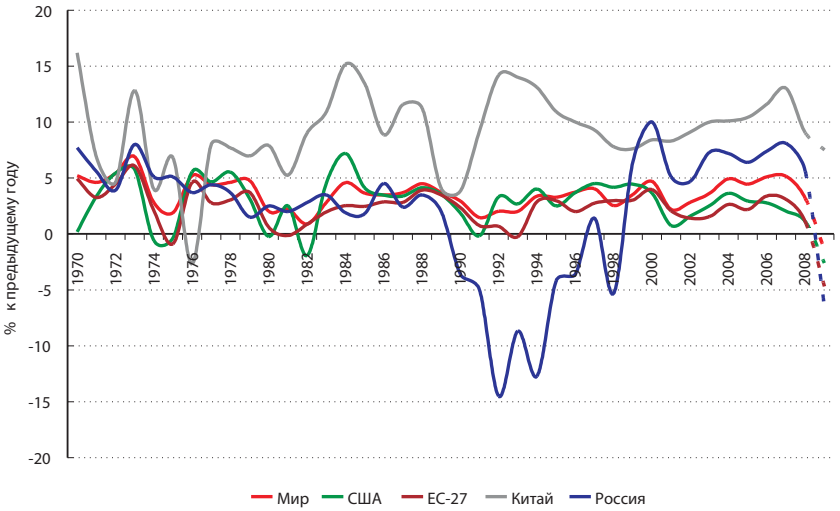

Рис. 3.28. **Динамика реального ВВП мира, США, Китая, ЕС и России, 1970–2009 (предварительно) гг. (% к предыдущему году)**

Источник: МВФ, ФСГС РФ, оценки ИЭФ.

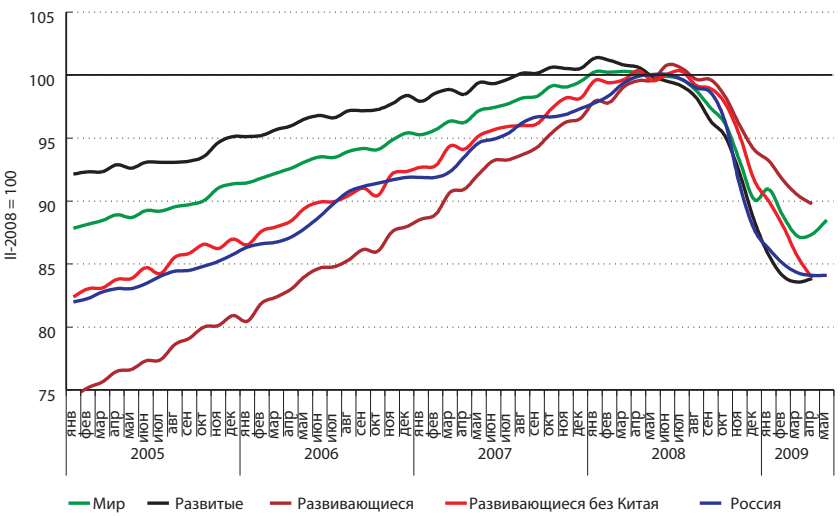

Рис. 3.29. **Динамика промышленного производства по группам стран, 2005–2009 гг., II квартал 2008 г. = 100 (предкризисный максимум)**

Источник: Всемирный Банк, национальные статистические комитеты, оценки ИЭФ.

интересов сторон. В условиях нарастающих потерь рабочих мест, роста бюджетных дефицитов неизбежно изменение приоритетов в макроэкономической политике.

Современный мир в начале XXI в. приобрел было бóльшую ясность целей и глобальных проблем, которые он пытается решить: бедность (Цели Тысячелетия к 2015 г.), сохранение климата, устойчивое развитие в целом, обеспечение прав человека, борьба с терроризмом. Экономический ландшафт стал более однородным, более открытым и вполне либеральным. Перед начавшимся мировым кризисом 2003–2008 гг. мировой ВВП вырос на треть. Большая макроэкономическая стабильность в ЕС, Латинской Америке позволила создать значительные ресурсы у стран и у крупных компаний для достижения национальных и корпоративных целей. В то же время грандиозность глобальных целей поставила всех перед тяжелым выбором, какими методами и за счет каких материальных и финансовых ресурсов их можно достичь. Есть определенный прогресс в борьбе с бедностью в Китае и Индии, но успехи в других регионах очень ограничены. Трансформация советского блока к рыночной экономике и демократии сопровождалась тяжелейшим кризисом и отбросила по развитию целый полумиллиардный по населению регион на пару десятилетий назад (даже если уровень ВВП и восстановился). Переговоры по ситуации после истечения в 2012 г. срока действия Киотского Протокола идут медленно и сложно, сталкиваясь с объективными проблемами различия интересов.

За несколько лет стала явной невозможность решить мировые проблемы за счет текущих ресурсов — не нарушая ничьих интересов. Не удалось провести мобилизацию ресурсов на глобальные цели до экономического кризиса. Как нельзя на «остатках» бюджетов изменить ситуацию с «помощью развитию», так нельзя на 1% мирового ВВП (рекомендовано Международным энергетическим агентством) решить все энергетические проблемы мира: возобновление углеводородных ресурсов, развитие атомной энергетики, радикальное увеличение энергосбережения, борьба с энергетической бедностью, расширение использования возобновляемых ресурсов, снижение уровня выбросов парниковых газов и глобального потепления.

Финансовый кризис 2007–2009 гг. поставил под вопрос возможность их координированного решения, хотя это еще не осознанно и не принято во внимание. Масштабы текущей в мире рецессии впечатляют на фоне роста последних декад — за исключением транзиционного кризиса в России и СНГ. Рис. 3.28, 3.29 показывают, насколько опасна рецессия. Мир как никогда нуждается в разумном кооперативном управлении, снижении трений в достижении согласия для решения глобальных проблем человечества (защита климата и пр.), поддержании развития в странах с низким уровнем доходов, для борьбы с бедностью и других задач.

В уравнение выживания глобальных задач человечества в условиях кризиса некоторые компоненты могут не попасть как приоритетные в ближайшие два-три года. Первой жертвой мирового кризиса, очевидно, становится макроэкономическая стабильность. «Большая Двадцатка» дружно снижает налоги в условиях кризиса и резко увеличивает субсидии многим предприятиям. При коротком кризисе это может иметь ограниченные последствия, но при затягивании рецессии это приведет к результатам, угрожающим успехам 90-х годов в этой области. Инфляция придавлена падением цен на сырьевые и продовольственные товары, но эта типичная черта циклического кризиса может быть перевернута при начале роста. Борьба с бедностью, похоже, может оказаться отложенной опять, поскольку часть стран теряет свои доходы, но другие страны, возможно, уже теряют ресурсы и волю для помощи «другим бедным» при быстром увеличении «своей безработицы». Мы полагаем, что многие энергетические цели будет сложнее достичь при падении цен на энергоносители, сокращении доступных фондов и тяжелейшей конкуренции в области промышленных субсидий и расходов на НИОКР. Падение капиталовложений уже идет во всем мире — необычно быстро даже для фазы кризиса (см. рис. 3.30). Только Китай отчаянными усилиями пытается вытащить свою экономику из спада за счет накачивания внутренних инвестиций.

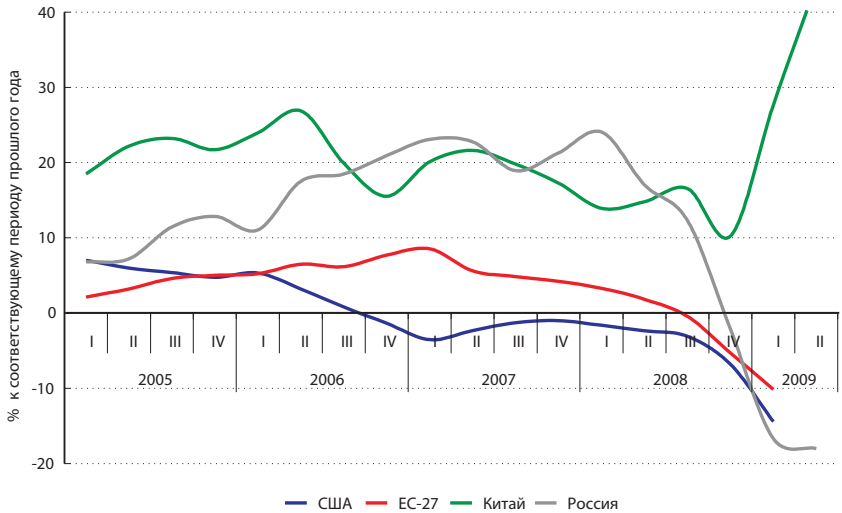

Рис. 3.30. **Динамика инвестиций в основной капитал по основным странам, 2005–2009 г. (в % к соответствующему периоду прошлого года)**

Источник: ОЭСР, Национальные статистические комитеты, оценки ИЭФ.

На фоне ужесточения глобальных проблем продолжаются попытки решить свои национальные проблемы, причем в ряде случаев силовым путем. За это время выявились проблемы с уверенностью в устойчивости энергоснабжения мира, а также с финансовой архитектурой мира, которая до той поры выступала как опора в решении многих проблем. Так что в экономике, как и в политике «конца истории» нет и не видно, а впереди тяжелый период, который потребует огромной координации со стороны ведущих стран мира. Вопрос смогут ли они справиться с проблемами, как дружно, с какими потерями и компромиссами. И второй вопрос — готовы ли на это элиты, могут ли они перестроить и адаптировать свои повестки дня под острые проблемы мира.

Кризис будет оказывать давление на действия элит и правительств, постепенно будет переключать все больше финансовых ресурсов на социальные цели в 2009–2010 гг. Глобальные вопросы останутся на повестке для среднего класса и многих партий и политических деятелей. Надо также ставить вопросы о потере

стабильности и безопасности в мире в отношении многих локальных (тлеющих и действующих) конфликтов. Мир не может себе позволить возрождение пиратства — это прямой признак провала «governance» в мире. Все заняты защитой своих судов и выплатой выкупов за свои суда. В мире много кто наживается на конфликтах, политических трениях. Во время мировой рецессии относительные издержки, которые мы все вместе платим различным «пиратам», возрастают относительно дохода (как доходы коррупционеров внутри стран).

Наиболее тяжелые времена для правительств по выбору приоритетов настанут летом — осенью 2009 г., когда надо будет «верстать» бюджеты на 2010 г. В этот период первый успех антикризисных программ оставит много недовольных. Защитить реалистичные успехи экономических шагов правительств от политических оппонентов и действительно пострадавших будет тем более трудно, что безработица в мире вырастет в силу инерции кризисных процессов. Важно уже на ранней стадии мировой рецессии наладить взаимодействие ведущих стран мира по широкому кругу важных мировых проблем, что позволит снизить тяготы и конфликты тяжелой экономической полосы.

Социальная структура и отношения между элитой и средним классом

Воздействие внутренних социально-экономических проблем великих держав на их внешнюю политику обычно особенно заметно в периоды выборов и кризисов. Всякая социальная структура лучше чувствует себя во время подъема, нежели в рецессию при растущей безработице — при высоком неравенстве проблемы усугубляются. Однако мы хотим указать и на то, как определенные неписанные соглашения между политической элитой и средним классом, относительно бедными слоями общества являются важным фоном для поддержания определенной линии также и во внешней политике. Политическая элита через правительство предположительно обеспечивает внешние условия роста в стране и поддержание в рабочем состоянии внутренние механизмы.

Мы исходим из того, что увеличение неравенства и ослабление позиций среднего класса в США, отмеченные многими исследователями, не проходит бесследно для процесса принятия решений по многим вопросам. Таблица 3.35 показывает, как быстро нарастало неравенство в англосаксонских странах по сравнению с европейскими. В США в последние полтора-два десятилетия при весьма умеренном росте среднего дохода с середины 90-х годов по середину 2000-х вырос с 30,7 до 33 тыс. долл. — а разрыв с медианным доходом увеличился до 18%. Это и указывает на рост дохода более состоятельных слоев общества по сравнению со средними и бедными слоями.

Таблица 3.35

Средний доход, все население, тыс. долларов США в базе середина 2000-х, 1970–2000-е гг.

	Середина 1970-х	**Середина 1980-х**	**1990**	**Середина 1990-х**	**2000**	**Середина 2000-х**
Среднедушевой доход, тыс. долл. США						
США	25,9	26,4	29,1	30,7	31,9	33,0
Германия	н.д.	20,6	24,0	23,6	24,9	25,2
Великобритания	19,6	21,7	26,5	26,2	30,3	31,5
Франция	н.д.	20,4	21,8	21,2	22,8	24,3
Италия	н.д.	17,2	18,9	18,4	20,1	20,7
Разница среднего и медианного дохода, % к среднему доходу						
США	10,2	12,0	13,2	16,0	14,7	18,2
Германия	н.д.	9,8	9,9	10,8	9,5	11,7
Великобритания	15,2	18,9	20,7	20,4	21,6	18,5
Франция	н.д.	13,9	13,9	12,0	12,6	12,4
Италия	н.д.	13,4	10,5	14,7	16,5	17,3

Источник: ОЭСР, расчеты ИЭФ.

Примечание: пересчет из национальных валют в базе «середина 2000-х» в доллары США в базе «середина 2000-х» осуществлен по средним курсам за 2005 год: EUR/USD = 1,25; GBP/USD = 1,82.

Благосостояние населения — это основная и официальная цель каждого государства, и скромный рост доходов при огромном увеличении долгов и государственных расходов требует

определенного общественного основания и оправдания. В условиях широкой либерализации США и Великобритания показали в 1990-е и 2000-й годы более высокие темпы экономического роста при существенном росте социального неравенства. Очередной раз оказалось, что благо роста при нарастающей либерализации сопровождается определенными издержками, в частности социальными. Динамика отношения доходов семей 9 дециля к доходам семей 5 дециля (то есть второго по доходам с среднему уровню) нарастает с 1980-х годов при том, что отношение средних слоев к бедным остается практически неизменным. Ослабление позиций среднего класса отмечено в литературе и является предметом заботы социологов и политиков.

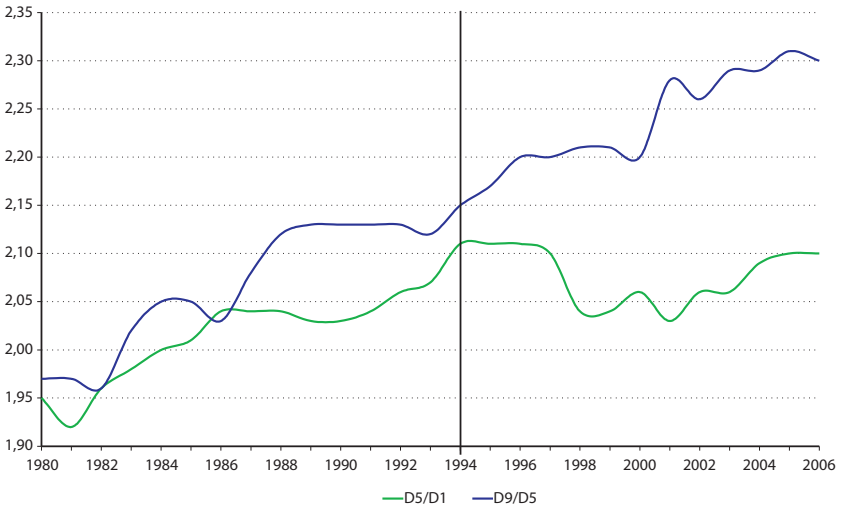

Рис. 3.31. **США: отношения средних доходов 5-го дециля к 1-му и 9-го к 5-му**

Примечание: Децильный коэффициент дифференциации доходов, рассчитанный по 9-му децилю.

В течение длительного времени — во всяком случае в последние полтора десятилетия даже этот рост доходов и – главное потребления — во многом поддерживался за счет роста внешнего заимствования и снижения сбережений населением. Собственно рыночная стоимость сбережений поддерживалась тем, что росла стоимость различных ценных бумаг (в том числе с развивающихся рынков) в пенсионных, страховых, взаимных фондах. Крах

2000–2001 гг. не поколебал в общем уверенности населения — норма сбережений не выросла в 2002–2007 гг. Приток дешевого внешнего капитала, низкие процентные ставки и подтолкнули бум и потом спад в жилищном строительстве. При простейшем расчете (без учета вторичных положительных эффектов реинвестирования сбережений) на рис. 3.32 видно, насколько ниже было бы личное потребление в США в прошедшие годы, чем это фактически имело место — разница была бы существенная. Падение продаж автомобилей в США более чем на треть осенью 2008 г. дало отрицательный кумулятивный эффект как для экспорта поставщикам компонентов со всего мира, так и производителям в США уже в 2009 г. Это тянет вверх безработицу в США так же, как и спад в строительстве.

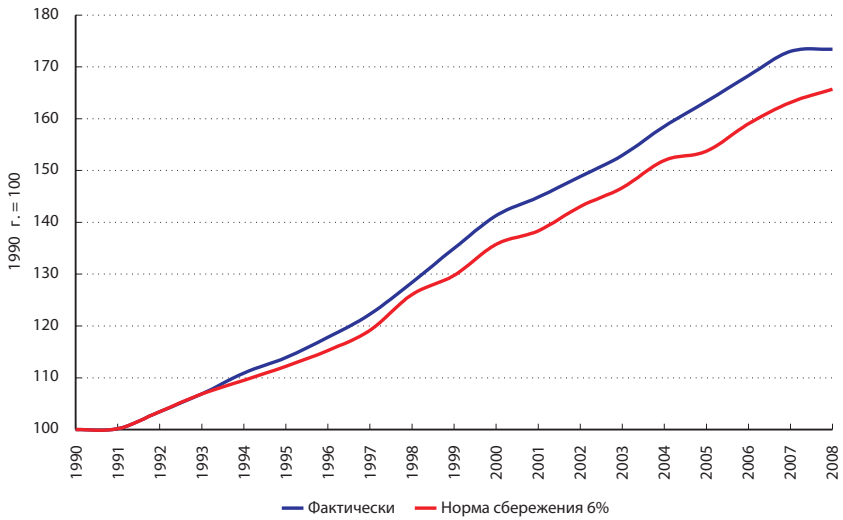

Рис. 3.32. **Динамика потребления домохозяйств США, 1990–2008 гг., 1990 г. = 100**

Источник: БЭА, оценки ИЭФ.

Внутренние социальные проблемы развитых стран к зиме 2009 г. оказались под воздействием растущей безработицы. В этом нет ничего нового за исключением того, что масштабной циклической безработицы в США и остальном мире не было довольно давно. Поколения выросли при растущих расходах на образование, социальное обеспечение, в ЕС во многих странах были достаточно

щедрые пособия по структурной безработице. Попытки сократить различные бенефиции встречались крупными забастовками, особенно во Франции. И мало кто в возрасте младше 45 лет — в ЕС и даже в США — оказывался в положении длительной безработицы при серьезном кризисе. Рост безработицы и снижение налоговых поступлений всегда создавали проблему в годы рецессий, вынуждая правительства идти на долговое финансирование. Пока основные средства бюджетов идут на поддержку ликвидности банковского сектора — и все жалуются (от США до России), что банки не дают кредита даже из государственных средств, а тратят их на «свои» цели.

С развитием рецессии можно ожидать вскоре сдвига в фокусе от кредитной сферы к поддержке предприятий (уже началось) и к поддержке пострадавших семей. В этой истории ключевую роль будут играть американские семьи, которые потеряли огромные сбережения в финансовых институтах. Снизив свои сбережения ранее до нуля, с конца 2008 г. наблюдается поворот к сбережениям из текущего дохода. Практически это связано с резким сокращением покупок автомобилей (более 30% снижения) и покупок домов. С начала жилищного кризиса в 2007 г. темпы прироста долга семей быстро снижаются. Однако из-за роста процентных ставок темпы прироста платежей по долгу остаются еще очень высокими — порядка 14%. То есть складывается совершенно новая ситуация — американские семьи, частью вынужденно от ограничения кредита, частью вынуждено от опасения за свое финансовое положение, вынуждены увеличивать норму сбережений. Это, безусловно, положительное явление в плане восстановления макроэкономической стабильности. Но в краткосрочном плане это означает определенное сокращение потребления и затруднит выход из спада. Сокращение потребления американских семей всего на два процента (то есть переход от нулевой к 2–3% норме сбережений от дохода осенью 2008 г.) означает падение спроса и огромное сокращение производства и импорта. Фактически речь идет о новой волне передачи кризиса из сектора личного потребления в обрабатывающую промышленность и сектор услуг как США, так и Японии, Китая, других крупных экспортеров.

С точки зрения угрозы все большего осложнения мировой рецессии такое развитие событий означало бы сразу два важных

шага «вниз»: снижение роста в других странах; и повышение остроты публичного обсуждения хода кризиса внутри США. Практически речь идет об усилении давления на правительство со стороны общественного мнения в пользу новых мер, в том числе прямо или скрыто протекционистского характера. С точки зрения внутренних общественных отношений каждое правительство должно доказать компетентность элиты в решении столь острых проблем, которые могут оказаться намного более острыми в социальном плане.

Изменение социальной структуры и рост неравенства влияет на поведение общественных групп и на взаимосвязь между внутренней и внешней политикой. Оно предполагает некие специальные отношения, дающие основания для своего рода контракта между элитой (правительством в частности) и средними слоями — почему такое развитие событий является терпимым. В условиях кризиса и растущего неравенства новому Президенту США придется прежде всего препятствовать переходу рецессии в глубокую депрессию и концентрироваться на реальных трудностях страны. Первые позиции нового Президента США Б.Обамы вполне адекватны ситуации: вернуть людей на работу, что-то делать с триллионным дефицитом бюджета, остановить поток личных банкротств — в основном в жилищной сфере.

С российской точки зрения расширение альянсов, достижение компромиссов, лучшее понимание движущих сил партнеров на мировой арене, учет чужих интересов мог бы сократить лист озабоченностей на Западе. Абсолютная безопасность от всего — это психологическое состояние, которого вряд ли даже теоретически можно достичь в реалиях планеты. Элиты могут или вместе понижать угрозу кризиса и социальных проблем или попытаться переложить груз на соседей, рискуя ростом конфликтов и спиральному распространению кризиса. Мировая рецессия, финансовый кризис, давление безработицы добавляют еще несколько опасностей для социально-политической жизни в этом мире для всех стран, включая США, и – по всей видимости — послужат поводом (если не причиной) обсудить возможные компромиссы.

Энергетика — глобальные дисбалансы и текущие конфликты

Энергетика выступает — наравне с финансовыми рынками — как фокус всех или большинства проблем экономического развития. Мы сможем остановиться только на нескольких из них, которые стали ключевыми в 2008–2009 гг.: цены на нефть, формирование газового форума, украинский транзитный конфликт и воздействие усилий за сохранение климата на энергетическую политику. Глобальный дисбаланс распределения потребления энергоресурсов в странах ОЭСР и их запасов и производства в Евразии лежит в конечном итоге в основе трений по их цене. Перепады цен в течение одного десятилетия от 8 до 145 долл. за баррель нефти не могут быть основой мирового развития, а создают основу для нескончаемых перераспределительных конфликтов. В сущности речь идет не о цене на баррель, а о доходах и об условиях развития стран и огромных регионов, что определяет их финансовую и инвестиционную стратегию, положение и развитие стран импортеров.

В сфере энергетики интересы элит различных групп стран действительно конфликтуют, причем повестка дня демократизации мира приходит здесь в прямой конфликт с прагматическими соображениями энергетической безопасности. В частности общие проблемы безопасности на Ближнем и Среднем Востоке предполагают поддержку Западом нефтяных монархий, хотя различия протестантской и исламской феодальной элит, пожалуй, наибольшие среди возможных мировых комбинаций. Это, пожалуй, наиболее наглядный пример противоречия ценностей и целей элит с государственной прагматической целесообразностью.

Ранняя фаза рецессии обычно сопровождается обвалом цен на сырьевые товары. Это произошло в 2008 г. по всем товарам, причем цены на металлы и нефть были длительное время ниже уровня 2005 г. (см. рис. 3.33). В период 1980–1990-х годов не было сделано достаточных капиталовложений в мире в добычу и переработку нефти — реальные вложения американских многонациональных компаний снизились в 1980-х годах на 60%[1]. Подъем 1990-х–2000-х

[1] См. Global Economic Prospects. Commodities at the Crossroads. Wash., D.C.: the World Bank, 2009. P. 59 (Fig. 2.6.).

годов в мировой экономике шел при относительно низких ценах на сырьевые товары, оставляя многие страны экспортеры сырья и энергоносителей (кроме самых богатых) в достаточно сложном положении. Эта ситуация во многом способствовала созданию порочного круга кредитования развития частными кредитными институтами развитых стран (и международными институтами) с последующими долговыми кризисами и списаниями долгов. К лету 2007 г. цена на нефть приблизилась к экономически обоснованной (по предельным издержкам новой добычи) в 60 долл. Финансовый кризис, спекуляции и бегство капиталов от биржи к рынкам сырьевых товаров привели к временному взвинчиванию цен на нефть до 145 долл. за баррель. Кризисное снижение цены на нефть до 35–40 долл. носит временный характер — это нормально для острой фазы сокращения спроса. Стабилизация спроса на низком уровне будет означать постепенную подстройку предложения (в том числе с помощью ОПЭК). Вероятнее всего, цена на нефть останется на время рецессии ближе к 60–70 долл. за баррель, инвестиции упадут, особенно в политически обусловленные проекты. В то же время усилятся обращения за помощью к правительствам, так как финансовый кризис будет сдерживать долгосрочное кредитование крупных рискованных проектов. Относительно высокие цены на нефть во время рецессии будут не очень приятным фактором, зато спрос со стороны экспортеров отчасти сохранится и меньше будет стран, которых мировой цикл бросил в дефолт или социальные потрясения.

Сложившаяся картина снабжения нефтью мира указывает скорее на растущую зависимость Европы от нефти России и других стран СНГ, а также Ближнего Востока (см. табл. 3.36). От ближневосточной нефти зависит в огромной пропорции Китай, Япония и весь остальной мир. Среди крупных потребителей только США сумели сократить долю импорта нефти из этого трудного региона до примерно 20%, переключившись по поставкам на Латинскую Америку и Африку. Однако в глобальном плане это также не делает США «абсолютно независимыми» даже при увеличении поставок нефти из различных регионов мира. Новая нефть все равно достаточно дорога, взаимозависимость в мировой экономике весьма велика, а ряд поставщиков в США политически и коммерчески дают серьезные основания задуматься о будущем. Надо думать, что попытки изолировать нефтегазовый коридор из Закаспия

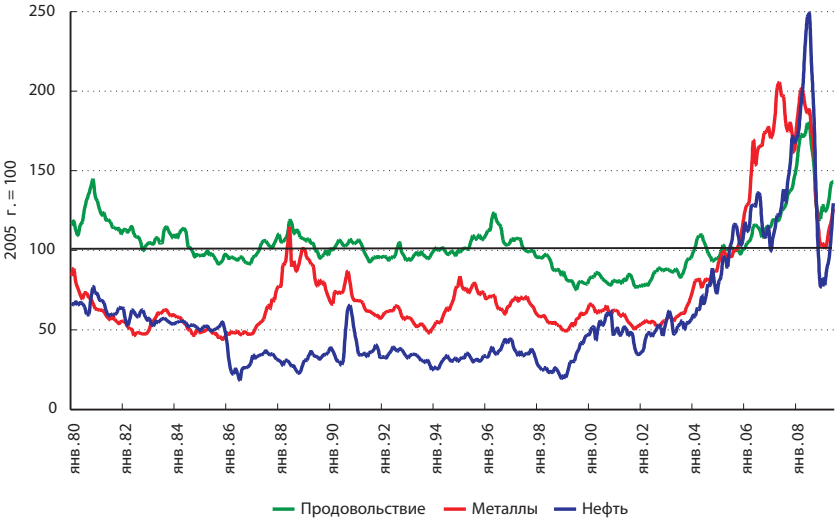

Рис. 3.33. **Динамика мировых цен на основные сырьевые товары, 1980–2009 гг.**

Источник: МВФ.

будут продолжаться примерно с тем же успехом: нефть и газ будут поступать, но полной независимости маршрутов их доставки от России и российских компаний добиться не удастся.

Таблица 3.36

География международной торговли нефтью, 2008 (млн т)

	США	Европа	Китай	Япония	Прочие	Всего
США	—	24	1	4	66	95
Канада и Мексика	186	9	—	0	6	202
Южная и Центральная Америка	119	25	17	0	17	178
Европа	43	—	0	1	53	98
бСССР	24	319	22	8	32	405
Ближний Восток	120	128	92	197	465	1001
Северная Африка	33	101	4	0	23	162
Западная Африка	91	50	39	1	48	229
Прочие	20	25	43	32	209	329
Всего	637	681	218	244	918	2698

Источник: BP.

Создание осенью 2008 г. Форума экспортеров газа был встречен в странах ОЭСР с тревогой, хотя совершенно очевидно, что он не может быть картелем производителей в настоящий момент[1]. Этому есть несколько причин: разрозненность рынков газа, низкая доля сжиженного газа и спотовых цен рынков (что есть в нефти). В настоящий момент нет и в ближайшем будущем не предвидится появление единого мирового рынка газа. Североамериканский либерализованный рынок газа замкнут на потребление в США, но показывает практически тот же самый уровень цен, что нелиберализованный рынок ЕС (где либерализация пока больше в директивах, но не в трубах). Страны, вошедшие в Форум, не имеют непосредственного отношения к американскому рынку. Европейский рынок покрывается из примерно шести крупных источников газа: Голландия и Великобритания внутри ЕС, Норвегия, Алжир, Россия и сумма поставщиков сжиженного газа (СПГ) извне. Поставки этих стран — в частности России — детерминируются по объемам и цене (привязанной к спотовым ценам на нефть). Пока существует нынешняя ситуация и 30-летние контракты, содержащие объемы поставок и формулу цены, картель в области производства и манипулирование квотами просто невозможны[2].

Пожалуй, одна невысказанная открыто «мечта» действительно ушла в небытие с формированием Газового форума, который больше (во всяком случае пока) похож на Международное энергетическое агентство в изучении рынков, ценообразования и перспектив. При элементарном совместном анализе будущего мирового спроса на газ, правовых механизмов, систем ценообразования было теперь сложно надеяться (если такая мечта была) на то, что основные поставщики природного газа в огромном Евразийском регионе будут в слепую наращивать мощности добычи и доставки газа и выйдут в тяжелую конкуренцию, которая приведет к снижению цен на газ. Пока новый газ идет из многих источников, тогда как Иран не планировал ранее больших экс-

[1] Использование термина «газовый ОПЭК» шло также из России.

[2] Обычно политизация проблем энергопоставок на Западе ведет к призывам одновременного ограничения инвестиций российских компаний и перехода на спотовые цены на газ, что закрепляет нехватку инфраструктуры и увеличивает возможности создания картеля.

портных поставок газа (достаточно нефти), а Катар создал огромную экспортную машину по СПГ, но не будет инвестировать в нее после 2010 г.

Украинские газовые конфликты повторяются в начале каждого года[1]. В принципе результат каждого конфликта в сущности предсказуем по поведению сторон. Очевидны попытки получить лучшие условия транзита и продажи на российской стороне, включая защиту Газпромом (и Правительством РФ) своих коммерческих интересов. Вот затягивание подписания контракта и создание широкой мировой дискуссии по цене с украинской стороны указывает на политическое значение переговоров для части истеблишмента[2]. Практически вечно тлеющий газовый конфликт выглядит как запасной политический инструмент на случай выборов и для создания эмоционального фона для продвижения политических идей защиты украинской демократии от России: Голодомор в трактовке В.Ющенко, вступление в НАТО и т.п. Российская сторона оказалась очередной раз в ловушке: можно было бы помочь украинскому народу в тяжелую минуту (любой опрос в России это поддержит), но не антироссийским элементам политической элиты или финансовым спекулянтам. Получение контракта на относительно «дешевый» газ выглядит как один из критериев политического успеха в Киеве. Переговоры шли бы совершенно иначе, если бы компромиссы не предполагали бы скрытую финансовую поддержку тех или иных элементов в украинской политической элите, на что упорно намекают СМИ. Кстати любой результат переговоров, вероятно, будет использоваться для решения предвыборных целей, он будет почти наверняка объявлен «победой» той или иной украинской партии и вызовет новые политические конфликты в стране. Исход газового саммита (на уровне министров из ЕС) в Москве остался в тени саммита по Палестинской проблеме в Шарм-аш-Шейхе на уровне премьеров, что указывает и на масштабы проблемы и на ее восприятие

[1] См. *Григорьев Л.* Украина — Россия: экономика «газовой войны // Стратегия. 2006. № 3. С. 69–83..

[2] Московские источники жалуются, что не видят украинской стороны, которая была бы готова выполнять долгосрочные обязательства. В этих условиях даже долгосрочные соглашения по газу выглядят, как попытки решить вопросы политической конфронтации в Киеве.

в ЕС. Итоги конфликта оставляют надежду, что это была последняя газовая война. Она шла в неудобной форме для России, давая повод всем заинтересованным сторонам предлог для наступления на российские интересы в экспорте газа. На украинской стороне перерыв в работе трубопроводов пришелся на период тяжелейшего промышленного кризиса. Как финансовые потери, так и ущерб имиджу украинской элиты был намного выше, чем, видимо, там рассчитывали[1].

Зимой 2008–2009 гг. газовый конфликт выглядит как подготовка к осенним президентским выборам в Украине, продолжающийся внутренний политический процесс и одновременно как попытка втянуть Европейский Союз и новую Администрацию США на старую колею 2006 г. Борьба за цену на газ и газовые доходы частью украинской политической элиты подаются как форма защиты демократии в расчете вызвать «инстинктивную» защитную реакцию в Евросоюзе[2]. Особенно тяжелая форма (прекращение поставок на длительный срок) очередного газового кризиса в отношениях Украины с ЕС и Россией в 2009 г. могла быть предсказана, но российской стороне, к сожалению, не удалось избежать драматизации событий. За исключением неизбежных комментариев в нескольких восточноевропейских странах общее отношение к этим, более драматическим событиям, чем в 2006 г., было более взвешенное и «как бы» нейтральное. Это собственно и означает некоторый успех российской стороны в «коммерциализации» газовых отношений с Украиной. Нет сомнений, что если бы наблюдателям в ЕС удалось найти «ошибки Газпрома» в коммерческой части, то лавина обвинений в адрес российской стороны была бы весьма широкой.

Проблема конфликта элит в этой ситуации чрезвычайно многослойна: элиты не хотят (лидеры «не могут») проиграть конфликт престижа, который во многом определит положение их внутри своих стран и позиции визави других мировых элит.

[1] Нафтогаз серьезно готовился к конфликту: закачал как минимум десять миллиардов кубометров газа в подземные хранилища и, похоже, отладил реверс потоков газа с Запада (от хранилищ) на Восток.

[2] Создание контроля (то есть в сущности ремонта и обслуживания) над транзитом газа по украинской территории полностью соответствует энергетическим интересам ЕС и России. Но именно по политическим причинам этот контроль не будет признан в ЕС как «защита от ненадежного управления».

Особенно это относится к Украине, где тяжелый коммерческий конфликт прямо задевает интересы ряда элементов элиты (и не только в ней), так что ставки оказались очень велики. Балканы и Восточная Европа оказались заложниками несовершенства как физической инфраструктуры, так и правового поля в сфере энергетики и транзита углеводородов[1]. Длительные перебои в транзите через Украину, которые Газпром во многом компенсировал поставками газа из других источников в большинство стран (кроме изолированных по причинам нехватки инфраструктуры), могут вызвать самые широкие последствия в будущем развитии европейской энергетики. Оба участника конфликта скорее понесли потери финансовые и имиджевые, но основные выигрыши и проигрыши еще впереди — в послеконфликтной ситуации.

В энергетических проектах и переговорах всего мира и особенно в ЕС появился новый фактор — планы по сокращению выбросов парниковых газов к 2020 г. («20–20–20»). Идеи и усилия по сокращению выбросов вызывают все более широкую международную поддержку, с опорой в международном среднем классе. В то же время было бы неплохо иметь уверенность в их технической и финансовой обеспеченности и выполнимости. Планы по сокращению потребления и импорта углеводородного топлива в ЕС могут вызвать сокращение планов стран и компаний поставщиков по инвестициям под сниженные уровни прогнозируемого спроса. В то же время цели по сокращению потребления энергии и переходу на возобновляемые источники могут и не реализоваться[2]. Так что если страны-поставщики будут приспосабливаться к новым низким прогнозам, а последние не реализуются, то может возникнуть опасный разрыв, ведущий к росту цен на импортные

[1] В 1994 г. именно для борьбы с такими случаями была создана Энергетическая хартия. Поразительно, но Российская Федерация де факто в большей степени выполняет ее положения (без ратификации), чем Украина (с ратификацией). А Евросоюз одновременно избегает использовать правовые механизмы хартии, но настойчиво просит РФ ее ратифицировать. Хартия предоставляет возможности и важные принципы для переговоров.

[2] Озабоченность вызывает, по крайней мере, один элемент стратегии ЕС «20–20–20», а именно повышение всего за 10–12 лет доли возобновляемых источников энергии с очень низких величин до 20%, особенно за пределами электроэнергетики. Рецессия только добавляет к скептицизму.

энергоносители и новый поток взаимных обвинений. Приход демократической Администрации и Конгресса в Вашингтон откроет новую страницу в мировых дебатах по кооперации по сохранению климата планеты «после Киото» — в период после 2012 г. Мировые элиты поверили в эту идею в общем после среднего класса. Теперь для поиска решений, которые окажут огромное воздействие на национальные экономики и станут связующим звеном в энергетических стратегиях.

Положение России на мировом энергетическом рынке довольно простое — это гордость политической элиты страны. Как глобальный производитель энергии она дает в 2000-х годах примерно 10,5% всей первичной энергии мира, в том числе более 5 процентных пунктов экспортирует как ⅔ всей нефти, ⅓ угля и газа. Вместе с экспортом почти 4 млн тонн алюминия, огромным объемом других металлов, удобрениями, бумагой эта величина еще более возрастает. Экспорт первичной энергии сравним с двумя объемами ее потребления в Германии. Разумеется, это основной источник доходов страны, которая за два десятилетия трансформации еще так и не создала системы перемещения экспортных доходов в обрабатывающую промышленность и науку. Но нужно с уважением относиться к намерениям страны выполнять долгосрочные контракты, но видеть себя в будущем не как сырьевой и энергетический источник для остального мира, но и производителем более сложной и современной продукции.

В энергетической сфере, как это ни странно, несколько легче видеть компромисс мировых игроков в среднесрочном плане, чем в целом ряде других областей. Применительно к долгосрочным задачам сохранения климата и постепенного снижения нервозности по зависимости от любого сверхконцентрированного поставщика в базисе решения все равно будет лежать коридор цен на нефть в пределах 70–90 долл. за баррель (см. рис. 3.34). При этих ценах и при развернутых программах энергосбережения в США и ЕС потребность в наращивании мощностей по поставкам энергоносителей выглядит менее напряженной. Можно ожидать и более умеренного роста потребления в развивающихсястранах. Одновременно этот ценовой коридор дает более или менее предсказуемые доходы странам, во многом зависимым от экспорта

и сокращает размахи колебаний в их экономики, снижая как колебания импорта из развитых стран, так и вероятные социальные потрясения в самих этих странах.

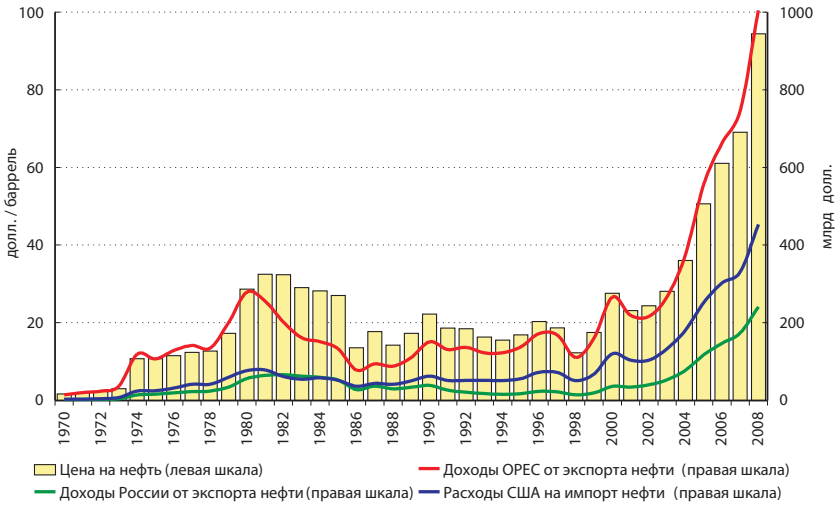

Рис. 3.34. **Цены на нефть, доходы ОПЕС и России от экспорта нефти, расходы США на импорт нефти, 1970–2008 гг.**

Источник: ВР, БЭА, ОПЕС, ФСГС, оценки ИЭФ.

Российские интересы в энергетической сфере состоят в защите устойчивости внешних доходов и достижения ситуации, при которой никто не может подорвать финансовую устойчивость экономического развития на следующем поколении. Разумеется, критически важно эффективно использовать экспортные доходы внутри страны для капиталовложений (что не делалось до сих пор), поддержания устойчивости бюджета. Видимо, неизбежен какой-то уровень распределительного конфликта со странами транзитерами, потребителями энергоносителей. С учетом тенденции к политизации энергетических проблем мира многими деятелями за рубежом (часто также по их внутриполитическм соображениям) наши интересы лежат в максимальной деполитизации энергетики, коммерциализации отношений, выхода из порочного круга транзитных конфликтов. Важно также по возможности не давать ненужных поводов для обвинений в использовании «энергетического оружия» и т.п., поскольку это

одновременно и неправильно и вредно — даже чисто абстрактные заявления в этой сфере приносят долгосрочные убытки. Умеренность в этой сфере предполагает снижение чрезмерных ожиданий от доходности энергетики в долгосрочном плане, большого упора на эффективность реинвестиций внутри страны, более активного участия в решении глобальных проблем человечества как по обеспечению как традиционными энергоносителями (включая ядерную энергию), так включение России в активное энергосбережение на своей территории, развитие возобновляемых видов энергии и соответствующих технологий.

Финансовый кризис — после краха доверия

Встреча Большой Двадцатки в ноябре 2008 г. в Вашингтоне не принесла никаких обязывающих решений, она не дала ни картины финансового кризиса и его причин, она не предложила новых идей. Положительным фактором можно считать призыв к предотвращению протекционизма, угроза которого будет постепенно возрастать. Времени на восстановление финансовых потоков не так много — это сильнейший канал передачи кризиса в развивающиеся страны. Если в 2007 г. общий приток средств из частной финансовой системы развитых стран в развивающиеся страны составил 652 млрд долл., то за 2008 г. он упал до 371 млрд. В октябре-декабре 2008 г. поток практически остановился (44 млрд долл. — меньше трети прежнего потока. См. рис. 3.35). Бегство капитала в безопасные гавани увеличивает приток средств в американские государственные бумаги на фоне оттока капитала из частных бумаг. Этот процесс будет иметь огромное значение для финансирования капиталовложений в США и других странах.

Промежуток до следующей встречи «20» до апреля 2009 г. дал время мировому кризису поставить на всех нас «чистый эксперимент»: коллективные действия практически невозможны. Одновременно это дало время Президенту США провести свой пакет антикризисного финансирования, сформировать позицию по глобальным финансовым проблемам. С внесением 17 июня 2009 г. программы реформы регулирования финансового сектора США начали восстановление порядка в своем хозяйстве, что зай-

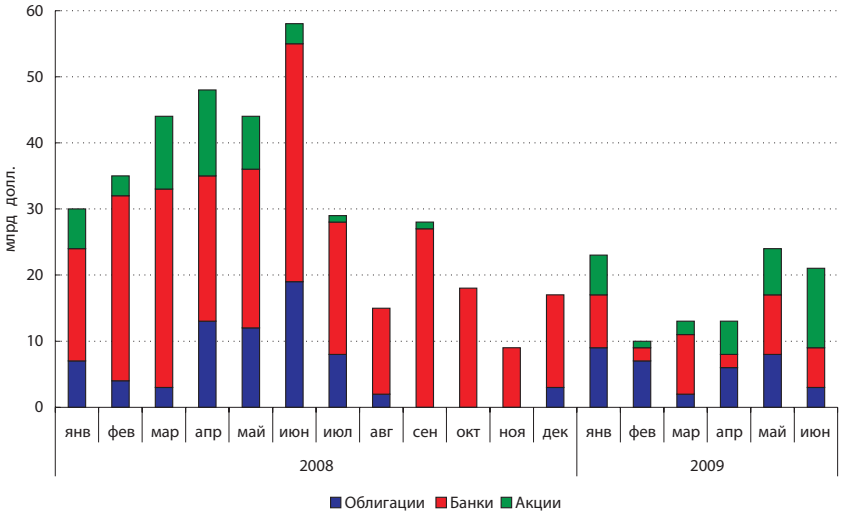

Рис. 3.35. **Динамика притока капитала в развивающиеся страны, 2008–2009 гг. (млрд долл.)**

Источник: Всемирный банк.

мет годы. Если Европейский Союз, Россия, Китай или арабские страны надеются предложить свое видение будущей финансовой архитектуры мира, то это потребует быстрых координированных действий. Американские финансисты вышли с предложениями, которые будут быстро реализовываться в США, что поставит мир в роль ведомых. Эта программа имеет, разумеется, троякий смысл: восстановление нормальной работы кредитной системы в условиях кризиса для поворота к росту; меры по предотвращению повторов таких финансовых шоков в будущем (транспарентность, больше внимания деривативам, усиление регулирования); и в сохранении ведущей (и самостоятельной) роли американских финансовых институтов и регуляторов[1].

У Президента США положение достаточно трудное в этой области экономической политики, поскольку действующие институты

[1] Мы не предполагаем, что в кратчайшие сроки произойдет серьезная реформа регулирования, МВФ и банков развития. Трудно ожидать согласия американских регуляторов на наднациональный мониторинг и регулирование. Только в части анализа системных рисков можно ожидать значительно большей роли международного сообщества финансистов.

контроля — которые считались в мире образцовыми — практически провалились. Нужны новые подходы в условиях рецессии. Дополнительный болезненный удар общественному сознанию нанесло вскрытие «Пирамиды Мадоффа» с потерей 50 млрд долл. Высокодоходное предприятие с очередью на доступ (!) оказалось крупнейшей в истории «схемой Понци», так что за десятилетие участники (особенно ранние), возможно, практически получили несоразмерно высокий доход по сравнению с другими фондами и в ущерб последнему эшелону пришедших в «пирамиду».

Дружные заявления лидеров ведущих стран о координации действий в области нейтрализации последствий кризиса пока свелись к призывам бороться против протекционизма, выражению готовности работать вместе и назначению новой конференции на апрель 2009 г. США (и отчасти Великобритания) на данной стадии пытаются поддержать национальные финансовые институты путем частичных вливаний в капитал и прямую поддержку рынков за счет скупки активов, но при этом направить средства стран с большими резервами (Китай и арабские страны, Россия) в МВФ. Мудрость одновременного снижения налогов и повышения расходов на поддержку национальных производителей сразу в 20-ти ведущих экономиках мира выглядит весьма спорной и будет оплачена высокими дефицитами бюджетов, сложностями финансирования других приоритетных программ. Осложнение фискального положения ведущих стран вызовет новый соблазн нарушить «водяное перемирие» против протекционизма. Идеологический кризис англо-саксонской модели капитализма становится реальностью на европейском континенте.

В конце 2008 г. стали одновременно предприниматься попытки стимулирования экономик едва ли не всех развитых стран мира (и Китая) путем сокращения налогов и увеличения бюджетных расходов, оказания прямой помощи бизнесу (автомобильная промышленность США), принятия первых протекционистских мер (в частности, в России). Тем самым денежным властям пришлось просто пожертвовать борьбой с инфляцией.

Предыдущие переговоры о реформе МВФ показали, что США не готовы уступить или размыть контроль над международными финансовыми организациями. Так что не ясно, будет ли возможность у этой группы стран войти в капитал МВФ и расширить свои права в нем, или они останутся лишь временными кредиторами.

Мировые организации (Financial Stability Forum) признают, что «требуются реформы, однако на базе существующих инструментов». В этой ситуации возможная позиция России: «серьезные реформы с понятными практическими предложениями — от лица всех или части развивающихся стран» с учетом новой расстановки сил на мировой арене.

Существует огромная потребность в международной координации мер по противодействию рискам и разрастанию кризиса[1]. Отдельные страны проводят разную политику и придерживаются разных подходов к преодолению кризиса. Это существенно повлияло на скорость и масштабы распространения кризиса. Гармонизация национальных мер в отношении банков, испытывающих трудности во время кризиса, также была бы полезной. Сейчас основные усилия ведущих стран направлены на выработку решений, основанных на едином понимании природы кризиса и путей его преодоления. Такая позиция отвечает и интересам России, заинтересованной в создании ясной сбалансированной международной финансовой системы с прозрачными регулирующими механизмами. С этой целью необходимо (см. Приложение):

- сосредоточить основные усилия экспертов на анализе усложнившихся финансовых продуктов и рынков и финансовых инноваций;
- выработать единое понимание кризисных процессов и способов их идентификации не только между властями разных стран, но и между властями и бизнесом, что может быть достигнуто за счет прямых контактов регуляторов с советами директоров и топ-менеджментом компаний;
- наладить постоянный обмен информацией и сотрудничество с целью координации действий, гармонизации законодательства и регулирующих мер.

Полезным шагом для принятия таких решений была бы реализация предложения Д.А.Медведева на встрече в Вашингтоне о создании «Комиссии гуру», которая могла бы выработать свои предложения для «Группы 20». В ее работе, особенно при международном составе крупных бизнесменов, могли бы учитываться

[1] В решениях «Группы 20» упоминается одинаковой подход к регулированию инструментов национальными и зарубежными рынками, но не ясны способы выполнения этого призыва.

интересы многих стран, что было бы хорошей «психотерапией» для измученных рынков. Примеры таких комиссий в истории были и довольно успешные — в частности комиссия Джозефа Кеннеди в начале 1930-х годов по реформе финансовых рынков для Президента Ф.Д.Рузвельта. Это тем более важно, что американские и международные регуляторы нуждаются в авторитетной помощи для восстановления доверия бизнеса и населения в надежность предлагаемых рецептов лечения от кризиса.

Нерешенной проблемой остается легитимация любых решений в области реформы мировой финансовой архитектуры. В 1944 г. страны победительницы во Второй мировой войне на конференции в Бреттон-Вудсе не испытывали проблем с оппозицией. Сейчас мы предвидим мучительный поиск компромисса между традиционными регуляторами, допустившими обвал рынков, и новыми влиятельными игроками в мировой экономике. Перенос решений «Группы 20» на весну дает время для того, чтобы новая американская Администрация определилась со своими приоритетами, и позволяет уточнить масштабы кризиса. Судя по озвученным предложениям новая администрация США, американцы готовы идти на существенное увеличение доли крупных развивающихся стран в международных финансовых институтах в обмен на увеличение их капитала и повышения роли МВФ как глобального регулятора (Prepared Statement by Treasury Secretary Tim Geithner in Advance of G-20 Finance Ministers and Center Bank Governors Meeting (11.03.2009)). Но с другой стороны это оставляет финансовые институты мира в условиях острой фазы рецессии без долгосрочного видения способов выхода в новый режим и будущих требований. В этом заложена опасность сокращения требований к будущей архитектуре под фактически развивающиеся процессы, прежде всего в финансовом секторе США — угроза «возврата в колею». Среди многих проблем, которые требуют решения в мире корпоративного контроля и финансов, стоило бы не забыть и о способе контроля над менеджерами. Видимо, придется наконец отходить от Уолл-стритовского критерия ежеквартальных финансовых отчетов и динамики биржевых курсов как критерия успешности фирмы, ее рейтинга и вознаграждения менеджеров.

На Европейском континенте с его «старомодными» финансами больше стабильности по сравнению с англо-саксонскими

странами. Возможно, это будет первый кризис в мире со снизившимися (в отличие от 1975 г.), но относительно высокими ценами на энергоносители. Привычные перепады цен на экспортные товары и колебания доходов развивающихся стран перестали быть приемлемой платой за «кризисное саморегулирование» рынка. Сильное обрушение сырьевых цен в ходе нынешнего кризиса привело бы к сильной дестабилизации положения многих стран, сокращению капиталовложений и выходу на новый виток роста цен в недалеком будущем.

В России дискуссия о реформе финансовой системы только начинается — ее придется перестраивать как под нужды развития страны, так и под ожидаемые изменения в мировой финансовой архитектуре. Можно ожидать в течение данного кризиса усиление роли государственных и полугосударственных инструментов финансирования, банков развития. Произойдет примитивизация финансов (проектное финансирование, государственные гарантии и т.п.) и ограничение вложений в политически мотивированные проекты. Все же в долгосрочном плане менее спекулятивный, но достаточно открытый и энергичный частный финансовый сектор вновь станет средством ускорения развития, в том числе новых отраслей и инноваций. И в огромной мере будущее финансового сектора будет определяться тем, сможет ли американская бюджетная и финансовая система выработать подходы к восстановлению своей внутренней сбалансированности, дошедшей в последние четыре года до крайности. Перед США стоит сложнейшая задача начать восстановление внутренней сбалансированности финансовой системы (рост сбережений населения и сокращение бюджетных дефицитов) в условиях тяжелой рецессии. Это будет нелегко, поскольку будет сдерживать потребительский спрос и импорт, затягивая рецессию или выход из нее. Но сохранение старой модели выхода из кризиса: рост потребления в кредит и экспорта при низком курсе доллара и нулевых ставках рефинансирования, — отбросило бы мир назад в тот период, когда формировался «порох» текущего финансового кризиса.

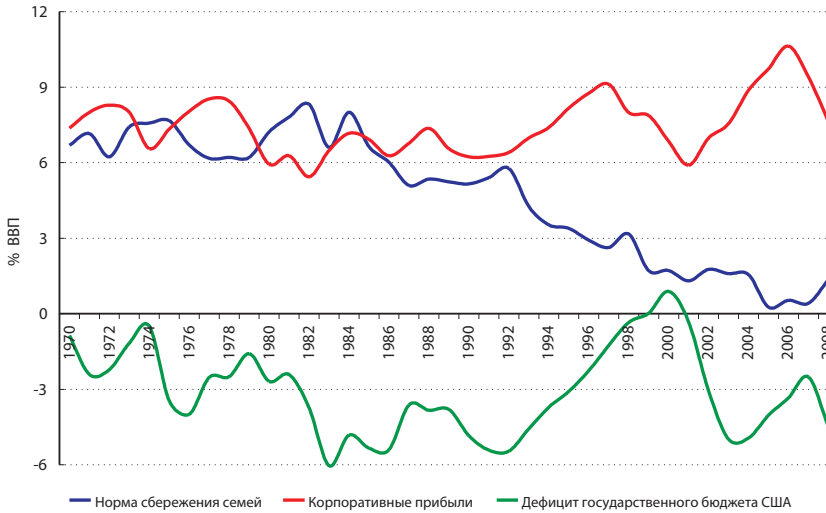

Рис. 3.36. **Норма сбережений семей, корпоративные прибыли и дефицит государственного бюджета США (% ВВП, 1970–2008 гг.)**

Источник: БЭА, МВФ.

В этой сфере интересы американской финансовой элиты находятся под наибольшей угрозой в отношении фактического состояния финансовой системы и ее работоспособности в условиях быстро углубляющейся рецессии. Одновременно усилился вызов лидерству США в области регулирования национальных финансовых рынков, финансовых институтов и сохранению позиций доллара. США оказались перед кризисом доверия и угрозы реформ мировой финансовой системы (формальной или по факту эволюции) в пользу европейских, нефтяных интересов или интересов Китая.

При определении новой мировой архитектуры возникнет несколько критически важных проблем: устойчивости валют и валютных курсов; поддержания ликвидности мировой кредитной системы, проблемы финансово неустойчивых и просто бедных стран. И среди них проблема финансирования больших международных инфраструктурных и энергетических проектов, способов организации и использования валютных резервов экспортеров. Кто управляет большими проектами и свободными финансовыми ресурсами, тот и определяет направле-

ния их использования, критерии отбора, понимание рисков, воздействие на эффективность через финансовый контроль. Влияние на отбор, финансирование и реализацию «глобальных инвестиционных проектов» будет определять характер развития мировой экономики, географической конфигурации. Это будет ключевым моментом глобального экономического порядка («governance»).

Существующие международные финансовые институты руководствуются сложившимися доктринами, которые не были особенно эффективны в последние десятилетия. Общая организация потоков сбережений в мире также создала дополнительные риски. Разумеется, кредитные институты развивающихся стран несовершенны и не всегда эффективны. Круговорот сбережений из развивающихся стран: сначала в Западные финансовые институты и инструменты и потом назад в форме кредитов, — оказался рискованным для обеих сторон. Совершенно недостаточно усилий было предпринято для совершенствования и укрепления кредитно-финансовых систем в ведущих странах, располагающих значительными сбережениями. Сложившийся в результате общий поток сбережений развивающихся стран как источника финансирования роста развитых стран указывает на фундаментальные дисбалансы в мировой экономике и серьезные недостатки в действующей финансовой архитектуре.

Послекризисное восстановление — от угроз к возможностям

Кризис приходит как «угроза», но для наиболее дальновидных он становится «возможностью». Большой системный кризис в нестабильном мире — это сигнал о необходимости глубокой сознательной кооперации для решения глобальных проблем человечества. Экономисты обычно пытаются построить модели поведения игроков, стран и компаний на базе рациональных финансовых и практических интересов, определяемых достаточно просто и узко. Потом они жалуются на вмешательство политики или нерациональность политиков, подрывающих оптимизацию процесса принятия решения. Что должно быть принято во внимание в сфере финансирования роста и потребления, достижения энергетической безопасности и «ощущения энерге-

тической безопасности», восстановления доверия к финансовым институтам, чтобы соблюдались интересы основных игроков и никто не оставался с такими потерями, которые толкали бы его на блокирование активности остальных. Видимо, ответ лежит в снижении политических амбиций и приоритетов элит. Последние вынуждены обеспечивать как поддержку бедным слоям общества ради социально-политической стабильности, так и создавать такую повестку дня деятельности для среднего класса, которая была бы созвучна его современному видению мира в развитых демократиях. Но средний класс представляет собой достаточно разнородное образование, которое в различных комбинациях поддерживает цели тех или иных сегментов своих элит. Чрезвычайно много будет зависеть от того, насколько реалистична будет элита и насколько критичны средние слои, образованная часть общества будет воспринимать попытки элит показать свою адекватность, способность лидировать в сложной обстановке.

Кризис и связанные с ним потрясения в экономическом положении и эмоциональном состоянии как бедных, так и средних слоев общества будут достаточно длительными[1]. Человечество стоит перед большим риском протекционистских войн, попыток вынести вовне (найти врага) источники трудностей по насущным вопросам национальной повестки дня. Конфликт по финансированию антикризисных программ и глобальных проблем станет очевидным уже при построении бюджетов 2010 г. Угрозы национальным интересам могут вызвать и рост военных расходов тем более, что целый ряд локальных конфликтов может вытянуть на себя огромные ресурсы, которые намного превосходят общие потребности в безопасности (см. рис. 3.37). Военные расходы при отсутствии глобального противостояния уже выглядят чрезмерными (и увязаны с поисками «абсолютной безопасности») при том, что российские расходы остаются в общем не столь значительными.

Готовность США выполнять роль сверхдержавы с принятием на себя ответственности за безопасность мира до сих пор преломлялась через стремление к собственной «абсолютной безопасности»: военной и даже энергетической. Американская политическая элита в каком-то смысле предложила своим со-

[1] Самоубийства миллионеров указывают на остроту стрессов.

циальным и политическим партнерам внутри страны сложную и соблазнительную сделку. Бедным представляется роль стражей мировой демократии (служить в армии), средним слоям (отчасти и в ЕС) фактически дано ощущение себя в роли присяжных заседателей по определению. Угроза гонки вооружений не снята особенно там, где возникает иллюзия создания безопасности для себя, но вне «чужой» безопасности. Понятно, что военные расходы в условиях кризиса — всегда соблазн: материалоемкие отрасли, домашние производители, много хорошего политического шума и взрыв патриотизма снижает интенсивность сомнений в компетентности в одних странах, коррупции — в других. Мир подошел к черте, которая вечно кочевала из одного фантастического романа в другой: угрозы Земле слишком велики, чтобы рисковать неконтролируемым кризисом с исходом типа истории «острова Пасхи».

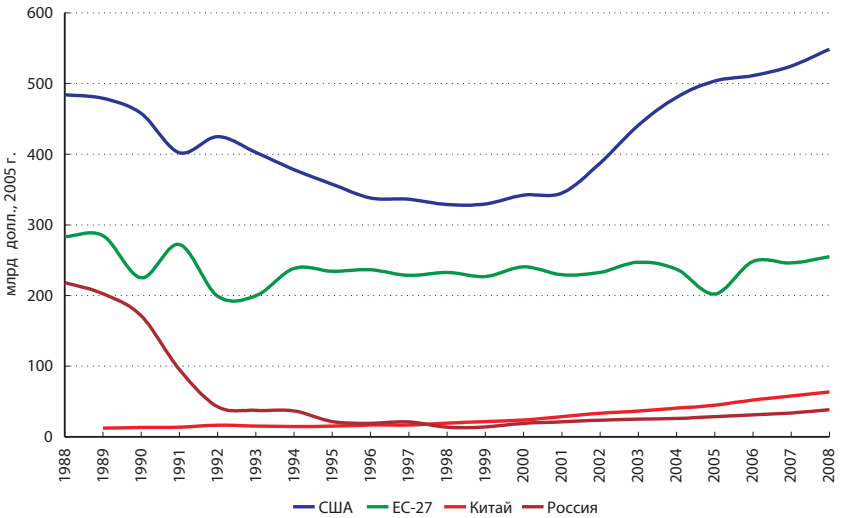

Рис. 3.37. **Военные расходы ведущих стран мира, 1988-2008 гг. (млрд долл., 2005 г.)**

Источник: SIPRI.

Инерция холодной войны — в этой сфере многое уже сказано Сергеем Карагановым в его статье «Ловушки холодной

войны»[1]. Нам бы хотелось остановиться на рецидивах, которые существенно мешают диалогу как политических элит, так особенно интеллектуальных элит и вообще массовой интеллигенции (среднего класса). Речь идет о разнице в стиле пропаганды между противниками идеологических войн 1950–1980-х годов. У СССР было большое бесспорное преимущество в идеологии в одном отношении: народные массы капиталистических стран были по определению (марксизм все-таки!) хорошими людьми, страдающими при буржуазном строе. Вы не найдете плохого «американца вообще» тех времен — только представители власти, капиталисты, разведчики и военные, а все остальные трудящиеся — «хорошие люди в принципе».

Антисоветская пропаганда не имела этого идеологического удобства и сделала выбор в пользу портрета «советских» в целом как людей «неумных и малоприятных», кроме, конечно, отдельных диссидентов, балерин и переводчиц, которых в кинофильмах спасают от авторитарного режима влюбленные львы с Запада. Парадоксально, но даже в 90-х годах времен ранней трансформации и романтических представлений о будущем этот подход не умер, а несколько видоизменился. Элиты на Западе не изменили отношения к нашей элите, а заодно и к нашему среднему классу. Крутых бандитов в Голливуде теперь играет В.Машков. В 90-х годах были попытки придумать для удобства всемирную российскую мафию, хотя экспортированный из СССР криминал никогда близко не приближался по значению к итальянским или колумбийским организациям. Многие западные аналитические центры и СМИ не заметили двух миллионов добросовестных тренеров и профессоров, шахматистов, музыкантов и программистов, приехавших из СССР. Не заметили в частности и то, что наш средний класс (интеллигенция дома и в эмиграции) в большом мире во многом более образован, обладает по-прежнему прекрасным чувством юмора, очень мало политизирован и совершенно лишен розовых идеологических окрасок. Разумеется, после двадцати лет трансформации этот анахронизм пропаганды возобновляется с каждым конфликтом. Он мешает Западу понимать наши внутренние процессы и в частности не учитывает, что

[1] *Караганов С.* Ловушки холодной войны // Российская газета, 29 августа 2008 г.

лицемерие, тупую пропаганду и двойные стандарты — это именно то, что мы сами легко находили в советской системе. Вряд ли российскому среднему классу можно принести какие-либо идеи с одновременным их игнорированием в практической политике и надеяться, что он не заметит их «обратного» применения в соседних странах.

Другой фактор, который бросается в глаза в экономическом анализе не менее, чем при политическом — это на первый взгляд по странности нерешенный вопрос: могут ли быть у России собственные ИНТЕРЕСЫ вообще. Если первый пример относится к среднему классу, то второй — к отношениям элит. Выглядит это так, как будто к любой элите, расположившейся у власти на территории бывшей Российской империи или СССР не может быть логического подхода. Так что или эта элита должна признать «чужие» интересы (элит далеких и близких) и поставить их выше своих, или у нее не может быть признанных интересов. Для страны с 30-тысячекилометровой сухопутной границей, и порядка двух десятков стран-соседей и трех десятков стран с длительной сложной совместной историей (например, Англией, Францией и Швецией) это задачка просто неподъемная. По многим вопросам идут живые дискуссии по конкретным вопросам, которые могут представлять интерес для России и других стран. Но как дело доходит до простой актуальной позиции — признания существования легитимных интересов России в окружающем ее мире, даже в экономической сфере, то всякая дискуссия обычно заходит в тупик[1].

Отсутствие признанных интересов не может быть случайной ситуацией — она указывает на продолжающееся недоверие к российской пореформенной элите по идеологическим соображениям или по причинам соперничества. В большой степени это отражает ситуацию смены элит в трансформационный период и, возможно, редчайшей исторической точкой, в которой можно было извне повлиять на процессы формирования элиты, а значит и пути развития, самосознание страны. Но этот период явно

[1] Собственный опыт показывает, что обычный ответ «с Запада» на прямой вопрос о наличии (и признании их существования в принципе) у России объективных собственных интересов обычно вызывает только встречный вопрос: «укажите какие именно»...

закончился, а инерция Запада на ограничение российских интересов дала обратный результат и сыграла в пользу консолидации части российской элиты далеко не в том направлении, на которое надеялись. В условиях кризиса договариваться о глобальных компромиссах придется существующим элитам. Некоторые из них — это арабские шейхи, другие популисты в Латинской Америке, включая братьев Кастро, которые в принципе сделали невозможное — выстояли 50 лет (неважно даже из-за чего) в противостоянии с элитой США.

Смена администрации в Вашингтоне в январе 2009 г. дает новый импульс и надежду на рациональное решение международных проблем. Смена правящего сегмента американской элиты в результате успешной демонстрации жизнеспособности демократии может привести к переменам курса на решение всех проблем сразу. Даже прежняя администрация республиканцев нашла в себе ресурсы прагматизма пойти на компромисс с суннитской элитой в Ираке с тем, чтобы окончить войну. Кооперация великих держав, Большой Восьмерки и Двадцатки предполагает больший учет интересов стран, фактически признание взглядов иных элит. Это может существенно сократить трения при решении крупных международных проблем, по которым элиты имеют сходные взгляды (при различии интересов). Во всяком случае, постановка вопроса новым Президентом США Б.Обамой о лидерстве отражает, по всей видимости, как потребность американской элиты в лидерстве как элементе своего «комплекса полноценности», так и готовности к компромиссам с другими элитами для обеспечения практического успеха своего лидерства, вероятно, в большей (даже внешней) кооперации с другими лидерами нового поколения.

Мировой финансовый кризис именно своей остротой конфликта интересов и очевидной необходимостью кооперации работает — парадоксально — на стабильность отношений между сторонами (элитами), заинтересованными в устойчивости мира и предотвращении Великой депрессии XXI в. Одновременно сам ход кризиса будет раскачивать все лодки, в которых пытаются переплыть эти бурные исторические волны правительства и компании. Выжить и адаптироваться сначала надо к кризису — предположительно (считая фазу восстановления) на два-три года. Потом наиболее прозорливые и гибкие станут чемпионами

послекризисного подъема и в бизнесе, и в политике. Ответственное поведение в ходе острой фазы (а потом продолжительной фазы) кризиса будет показателем степени ответственности отношения той или иной элиты к человечеству и его проблемам на фоне рецессии и нерешенных глобальных проблем. Проигравшие в ходе кризиса будут везде — и группы внутри стран, и страны, и элиты. Но это огромная разница между проигрышем по объективным причинам (впрочем, признание этого — редкий случай) и серьезными потерями в силу действий соседей или оппонентов в том или ином деловом и политическом конфликте. Второе остается в памяти надолго. Нетрудно предположить, что конфликты в этом кризисе затемнят трения предшествующего периода и станут основой для позднейших взаимных обвинений и споров. В этом отношении для всех сторон в ходе этого кризиса в бесчисленных конфликтах была бы полезна умеренность и осторожность.

Сложность с определением разумных границ российских возможностей и российских интересов имеет крайне негативный характер для всей политики и политического процесса. Получается, что любой радикальный политик (включая Россию) может выставить претензии к соседям (которые разносятся СМИ по всему миру), ссылаясь при этом на то, что другие страны реально вторгаются в сферу (неопределенных) российских жизненных интересов без каких-либо ограничений. Это задевает прямые интересы страны (то есть всех ее элементов), создает проблему не полной предсказуемости своих прав и обязанностей, договоренностей, а также играет на руку «параноидальным» элементам в российском обществе. Обязанности идут вместе с правами, которые в известной степени связаны с признанными интересами. Как можно предлагать правила поведения (и самоограничения) стране, у которой не признаны ее интересы в принципе. В связи с отсутствием признанных механизмов урегулирования в случаях, когда возникают конфликты (включая бесконечный спор между «правом на самоопределение» и «территориальной целостностью»), у акторов появляется соблазн применения таких методов, которые могли бы установить заново принципы и рамки интересов страны. Спор между немедленной независимостью Косово (Абхазии и Южной Осетии) и медленным постепенным восстановлением экономического пространства (Кипр) как пути к примирению.

Важно последовательно примирять стороны и склонять их к экономическому взаимодействию, нежели создавать у них иллюзии (которые тянутся десятилетиями), что они могут за счет внешней опоры разом решить свои политические проблемы, а уже только потом переключиться на развитие.

Канадский профессор Генри Хеллер в 2006 г. был достаточно пессимистичен относительно возможностей адаптации современной экономической системы в условиях политического доминирования США и неолиберализма и видел выход в совместном решении политических и экономических вопросов: «The United States might graciously accept a devaluation of its currency — and, indeed, a whole new international currency and regulatory order — in order to rebalance the global economy. Re-regulation on an international basis and a deliberate raising of living standards worldwide could conceivably restore stable economic expansion. A new global political order would then be in the offing.

But such a positive outcome is unlikely. It is improbable that the United States would willingly accept such a diminished role unless constrained to do so.

...Soberly considered, the short-term future would appear, at best, to be one of increasing international tension and social conflict and, at worst, one of economic crisis and war. The end of history is not in sight.»[1] Профессор не ошибся в отношении кризиса на два года вперед — будем надеяться, что продолжение истории в условиях кризиса не означает войны. Но потребуется огромная кооперация ведущих стран, взаимопонимание элит, чтобы поток торговых конфликтов, политических амбиций, чрезмерных ожиданий и попыток решить проблемы за счет «внешних» источников и врагов. Положение России в этом быстро усложняющимся мире, системе отношений достаточно сложное — она только вышла из кризиса. Успех нашей страны в начавшийся труднейший период в мировой истории будет зависеть от устойчивости, реализма, ответственности и решимости новой элиты страны — это и будет тест на зрелость и выживание в новом мире. А для всего мира в целом важно будет элитам искать устойчивости внутри своих стран и не в конфликтах, а во взаимодействии и толерабельности ради устойчивости и развития мира.

[1] См. *Heller H.* The Cold War and the New Imperialism. A Global History, 1945–2005. Monthly Review Press, New York, 2006. P. 331.

ПРИЛОЖЕНИЕ
Проблемы, способствовавшие развитию глобального финансового кризиса, и возможные подходы к их ограничению и решению

1. *Неэффективный контроль за деятельностью банков.* Базельские стандарты перестали отражать значительно изменившийся характер деятельности крупнейших банков. Глобализация привела к стиранию границ между различными типами банковских операций. В дополнение к своим традиционным функциям финансовых посредников банки все чаще берут на себя функции операторов на фондовых и валютных рынках, как в собственных интересах, так и по поручению клиентов. Это требует ужесточения пруденциального надзора за банковской системой по сравнению с действующими стандартами:

- обеспечение прозрачной практики управления рисками — повышение требований к минимальному размеру капитала с целью предотвратить риски, с которыми сталкиваются банки, и в первую очередь риски, связанные с финансовыми инновациями;
- управление ликвидностью: поддержание высоколиквидных активов как гарантии в период разрастания кризиса;
- повышение роли надзорных органов, включая их обязанность вмешиваться в текущую деятельность банков и требовать своевременных действий по управлению рисками;
- формирование расчетной, законодательной и операционной инфраструктуры, обеспечивающей прозрачность внебиржевого рынка деривативов. Разработка стандартов своевременного предоставления полных данных о торговле деривативами.

2. *Расширение объема информации, раскрываемой крупными финансовыми институтами.* Негативный вклад в текущий кризис внесла практика так называемой структурированной секьюритизации. По существу, это — классическая «пирамида», несмотря на то, что банки, вовлеченные в этот процесс, относятся к числу не только самых крупных, но и вызывающих наибольшее доверие у клиентов. Под «секьюритизацией» подразумевалась практика сбрасывания кредитов (вместе с рисками) с баланса банков немед-

ленно после выдачи кредитов. Сбывая кредиты в «секьюритизированных» пакетах, банки получали новые наличные средства, что позволяло практически мгновенно предоставлять новые кредиты — исключительно для того, чтобы их также «секьюритизировать» и сбыть, и так далее. Таким образом «структурированная секьюритизация» рассматривалась как универсальная схема для «уничтожения» риска, ускорения финансового оборота и быстрого извлечения прибыли — по существу как аналог лицензии на печатание денег.

Чтобы предотвратить подобную практику в будущем необходимо ввести требования к банкам по раскрытию:

- более полной и достоверной количественной и качественной информации о рискованных операциях, включая структурированные инвестиционные инструменты;
- информации, позволяющей в соответствии со стандартами МСФО давать адекватную экспертную оценку стоимости финансовых инструментов в периоды высокой волатильности рынков.

3. *Усиление контроля за деятельностью международных рейтинговых агентств (МРА)*. Опыт последних лет выявил несовершенство практики деятельности ведущих рейтинговых агентств и присвоения ими рейтингов. Она не учитывает значительно возросшие масштабы использования и диверсификацию финансовых инструментов. Это ставит вопрос об изменении роли и целей использования кредитных рейтингов. Поскольку на оценки МРА ориентируются инвесторы и регуляторы во всем мире, необходимо значительное улучшение качества рейтингования. Основными решениями в этой области могли бы стать:

- обеспечение полной независимости МРА, исключение возможности конфликта интересов в их отношениях с инвестиционным сообществом;
- отделение от других финансовых продуктов рейтингов структурированных финансовых инструментов как наиболее сложных для оценки и связанных с наибольшим риском. Это потребует раскрытия информации о рисковых характеристиках;

- новые стандарты обследования состояния компаний и кредитного анализа в случае инвестирования в структурированные продукты;
- пересмотр национальными правительствами и ЦБ пределов и целей использования рейтингов в банковском и страховом секторах и на рынке ценных бумаг.

4. *Международная координация мер по противодействию рискам и разрастанию кризиса.* Отдельные страны придерживаются разной политики и разных подходов в преодолении кризиса. Этот факт весьма существенно повлиял на скорость и масштабы распространения кризиса. Сейчас основные усилия ведущих стран направлены на выработку решений, основанных на едином понимании природы кризиса и путей его преодоления. Такая позиция отвечает и интересам России, заинтересованной в создании ясной сбалансированной международной финансовой системы с прозрачными регулирующими механизмами. С этой целью необходимо:

- сосредоточить основные усилия экспертов на анализе возросших по сложности финансовых продуктов и рынков, последних финансовых инноваций;
- выработать единое понимание кризисных процессов не только между властями разных стран, но и между властями и бизнесом. Оно может быть достигнуто за счет прямых контактов регуляторов с советами директоров и топ-менеджментом компаний;
- наладить постоянный обмен информацией и сотрудничество в выработке лучшей практики с целью координации действий, гармонизации законодательства и регулирующих мер.

5. *Гармонизация национальных мер в отношении банков, испытывающих трудности во время кризиса.* В ходе текущего финансового кризиса выявились две принципиально разные точки зрения в отношении банков, оказавшихся на грани банкротства: капитализация банков за счет государственных средств или выкуп «плохих» активов. Реакция на сам кризис значительно запоздала, во многом из-за неадекватной оценки его глубины и последствий. Представляется, что первый (европейский) подход корректнее

отражает ситуацию и может быть поддержан Россией. Практика этого года показала необходимость:

- оперативного определения основных проблем и действий, которые правительства и ЦБ должны предпринимать в отношении терпящих бедствие крупных финансовых институтов;
- разработки единых принципов управления международным финансовым кризисом, которые могли бы включать всеобщие цели такого управления, решение проблем морального ущерба и способы международного сотрудничества.

6. *Меры по предотвращению возникновения финансовых «пузырей».* Одной из причин финансового кризиса стали резкие деформации на финансовом рынке, принявшие форму так называемых пузырей. «Пузыри» на рынках высоких технологий и недвижимости образовались в одном временном промежутке длиною в 10 лет. Бум высоких технологий на рубеже веков вызвал создание виртуальной стоимости в размере 7 трлн долл., на рынке недвижимости подобная стоимость достигла 12 трлн долл. Потенциально сфера следующего «пузыря» — рынок альтернативных источников энергии.

7. *Деловая практика и целевые показатели бизнеса.* Можно полагать, что размер рыночной капитализации уже не может служить верным показателем успешной деятельности компании. Для ориентации инвесторов необходимо разработать иные критерии успеха на основе раскрываемой компаниями финансовой информации, структуры капитала, использования передовых методов корпоративного управления.

Важным фактором несоответствия между реальной оценкой успеха бизнеса и измеряющими его показателями является практика оценки по квартальным показателям. Циклические колебания, ценовые шоки, различные флуктуации конъюнктуры делают квартальные показатели, особенно биржевые крайне неустойчивыми. Это вынуждает менеджеров к чрезмерным усилиям по демонстрации постоянного успеха и роста вместо повышения фундаментальных показателей.

8. *Развитие суверенных фондов.* По признанию инвестиционных экспертов, суверенные фонды стали важным и крупным источником инвестиционных ресурсов. Объем средств под их

управлением равен половине всех резервов центральных банков и превышает совокупные активы фондов прямых инвестиций и хеджфондов. По имеющимся прогнозам, стоимость активов государственных фондов возрастет к 2012 г. до 9,3 трлн долл. В среднесрочной перспективе они в состоянии стать наиболее заметными участниками мирового финансового рынка. В первую очередь, речь идет об уже существующих ближневосточных, азиатских и российском суверенных фондах. Н.Саркози заявил о необходимости создания подобных фондов в странах ЕС. Россия была бы заинтересована в решении двух проблем, связанных с деятельностью суверенных фондов:

- всем ведущим странам законодательно закрепить возможность использования средств иностранных суверенных фондов с целью исключить дискриминацию в этой сфере;
- выработать стандарты деятельности суверенных фондов, обеспечивающие их открытость, прозрачность операций, полноту и достоверность финансовой информации.

9. *Создание международного регулятора.* В настоящее время реально не существует системы международного регулирования финансового сектора. Есть целая группа признанных в мире стандартов и кодексов, разработанных международными организациями, охватывающих разные финансовые сектора и поддержанных МВФ и ВБ. На них ориентируются национальные регуляторы и три международные рейтинговые агентства. Однако сложившаяся система не обеспечивает реального регулирования финансового рынка и институтов на глобальном уровне, быстрого реагирования на возникающие кризисные процессы. Система недостаточно эффективна в силу разрозненности деятельности таких организаций, как Базельский комитет по банковскому надзору; Международная организация комиссий по ценным бумагам, Международная ассоциация надзорных страховых инстанций, Комитет по платежным и расчетным системам, Международный совет по стандартам финансовой отчетности и ряд других. Необходим орган, который координировал бы и вырабатывал единые подходы к регулированию разных сегментов мирового финансового рынка, был бы наделен наднациональными функциями. Таким органом мог бы стать реформированный МВФ. Проблема в том, готовы ли страны отдать часть регулирующих,

надзорных и контролирующих функций и полномочий такому наднациональному органу.

10. *Проблема выработки и легитимизации решений по реформе международной финансовой архитектуре.* Бреттон-Вудские институты были установлены в 1944 г. простым решением Великих Держав. Ни ООН, ни Международные финансовые институты не имеют права радикально менять финансовую структуру. Процесс выработки и одобрения столь важной международной реформы будет чрезвычайно сложным. С учетом потери доверия к регуляторам в мире это становится еще более сложным. Возможным решением было бы создание специальной комиссии в составе бизнесменов (не государственных служащих), чьи рекомендации могли бы иметь существенное значение для «Большой Двадцатки», равно как и широких деловых кругов.

Раздел 4

Проблемы трансформации процесса накопления

"...it is easier to account for the boom and crash
in the market than to explain their bearing
on the depression which followed."

John Kenneth Galbraith
"The Great Crash 1929"
(NY, 1997. P. 171)

Введение

В работах по экономической трансформации центральное место традиционно занимают вопросы либерализации хозяйственной деятельности, приватизации, макроэкономической стабильности. Падение капиталовложений в транзиционном кризисе рассматривается как естественное и неизбежное — потом как огромная проблема. Но по ходу кризиса доминируют темы социальной устойчивости и личного потребления, «вечные» темпы инфляции и бюджетной стабильности. Ожидание завершения кризиса и подъема на базе рыночной экономики, наконец, переключают внимание на ключевые проблемы развития, эффективности. В целом ряде стран ЦВЕ быстрый рост внутреннего накопления в увязке с притоком прямых инвестиций извне стали явным показателем успеха трансформационных процессов.

В России длительное время капиталовложения присутствовали в основном как проблема «инвестиционного климата» для инвесторов вообще, под которыми часто путали прямых и портфельных, стратегических и спекулятивных. Мало внимания уделяется обычно институциональным различиям и огромным различиям в поведении крупных компаний и малого бизнеса, иностранного, государственного и частного крупного бизнеса на фоне низкой легитимности итогов приватизации. Недостаток внимания и упрощенность анализа привела к длительным ожиданиям инвестиционного подъема в переходный период. Комбинация: макростабилизация — инвестиционный подъем, — казалась логичной, но в реалиях оказалась крайне наивной. В большой степени тут сказалась переоценка роли среды при практическом игнорировании системы целей недавно приватизированных фирм (их владельцев), корпоративного контроля и неустойчивости прав собственности — затяжка приватизации на полтора десятилетия.

Институциональные проблемы российского бизнеса (налоги и административные барьеры, коррупцию) анализировали

достаточно трезво. Но связь реальной ситуации в бизнесе с накоплением капитала как наиболее явной формой принятия бизнесом долгосрочных рисков не прослеживалась до логического конца — продолжали ждать бума за макростабилизацией. Выход из экономического кризиса с осени 1999 г. и решение бюджетного (долгового) кризиса не решил проблему развития инвестиционного процесса в 2000–2004 гг. (см. работы от гл. 4.8 до гл. 4.13). Это является простейшим подтверждением того, что тут нет автоматизма — проблема более сложная. Рост нормы накопления вышел с уровня в 16–17% в 2000–2006 гг. до 21% в ВВП в 2007–2008 гг. во многом за счет иностранного заимствования. Этот не слишком впечатляющий уровень был достигнут на фоне планов широкой модернизации экономики. Новый кризис остановил большую инфраструктурную программу, которую (как и многое другое) надо было начинать просто на пять-шесть лет раньше.

Критический вопрос для трансформации — насколько корпоративный контроль (при данной системе собственности) и стабильность прав собственности, конкуренция воссоздает систему внутренней мотивации владельцев к инвестированию против получения ренты на старых приватизированных активах. Понятно, что наличие высоких рисков бизнеса при получении прав пользования собственностью стимулировало «личное потребление» новых русских, вывод капитала за рубеж. Накопление оказалось жертвой этого процесса — системных проблем трансформации, но одновременно причиной появления новых проблем износа основного капитала в условиях длительного транзиционного кризиса.

Сложность формирования новой рыночной модели накопления в первые годы после старта трансформации и в условиях тяжелого транзиционного кризиса вполне понятна и неизбежна. Вопрос в том, как к этому относиться, на что надеяться (особенно в какие сроки), как формировать специальное законодательство, налогообложение бизнеса, как трактовать роль иностранного бизнеса в приватизации и т.п. Падение накопления фирм в условиях структурных и циклических кризисов в условиях развитых рынков показывает логику принятия инвестиционных решений владельцами и менеджерами в условиях внешнего стресса. Недоступность кредита при накопившихся долгах фирмы ведет к сокращению расходов, по которым можно принять быстрое управленческое решение — НИОКР и капиталовложения. Логика поведения

фирмы в фазе кризиса в рыночной экономике дает значительную (хотя не исчерпывающую) основу для анализа инвестиционного процесса периода трансформации.

Автор длительное время в 1960–1980-х годах работал над проблемой циклических колебаний капиталовложений, которая занимает почетное место в истории экономической теории. В последние шестьдесят лет капиталовложения остаются самой интересной и самой трудной частью моделирования и прогнозирования экономики любой страны и мира в целом. Центральным моментом анализа динамики инвестиций является их взаимодействие с характером, структурой и стоимостью финансирования. В процессе развития движение спроса капиталовложения обеспечивает будущее предложение, но финансируются как текущими доходами так и долговыми заимствованиями. Это переносит коммерческие риски в будущее — мощности могут быть востребованы, а могут быть только обузой в период циклического, структурного, отраслевого или транзиционного кризиса.

В 1970–1980-х годах автор более всего стремился внести идею важнейшей роли поведения фирмы в цикле. Поведение фирмы и особенно крупной корпорации рассматривалось как воздействие финансовых ограничений на процесс инвестирования, особенно на переломный момент перехода к кризису. Крупная корпорация в состоянии и анализировать свое финансовое положение, оценивать состояние и динамику экономической среды. Но это, в свою очередь, означает, что корпорация не является просто жертвой воздействия среды: спроса, цен, ставок. Она и сама может воздействовать на среду, менять поведение, которое воздействует на ход цикла. Эти «модные» идеи кибернетики и системного подхода были интегрированы в работах автора, которые по понятным причинам не вошли в данный раздел:

- «Инвестиции и цикл в США», МЭиМО, 1974, № 10.
- «Воспроизводство основного капитала и цикл в США». МЭиМО, 1977, № 1.
- «Механизм современного цикла: вступительная характеристика» США (в соавторстве с Р.М.Энтовым); «Особенности циклического передвижения производительного и товарного капитала», § 1, 2, 3; «Финансовое состояние корпораций и процесс накопления в цикле» // «Механизм экономического цикла» / Под ред. Р.М.Энтова. М.: Наука, 1978.

- «Накопление капитала и проблемы финансового состояния американских корпораций» // «Экономический цикл в США (70-е — начало 80-х годов)» / Под ред. Р.М.Энтова. М.: Наука, 1985.
- «Стратегия корпораций и их связи с банками». Выступление на Ученом совете ИМЭМО «Структура и функционирование современного финансового капитала». МЭиМО, 1988, № 10.
- Монография «Циклическое накопление капитала (на примере нефинансовых корпораций США). М.: Наука, 1988.

Данные подходы и исследования автора того периода представляли собой основание для подходов к пониманию проблемы накопления в рыночной экономике, которые были важным фактором в анализе трансформации поведения приватизированных фирм и процессов накопления в условиях кризиса 90-х годов в России.

Данный раздел книги начинается несколькими работами об иностранных инвестициях в России (гл. 4.1–4.4 и гл. 4.6), причем первая из них отражала уровень возможного (нереализованного) понимания проблем привлечения иностранного капитала в начале 90-х годов. Довольно быстро выяснилось, что процесс трансформации и приватизации в России легче принимал скрытую иностранную (или квази-иностранную) приватизацию на уровне бизнес–бизнес, чем стратегических инвесторов. В условиях глубокого кризиса и инсайдерской приватизации без участия иностранного капитала больших шансов у иностранных инвесторов в России, конечно, не было. По нашим прямым наблюдениям крупные западные компании были готовы платить «приличные» (недорого) средства за доли в российских компаниях, особенно с новым иностранным оборудованием периода «ускорения». Поскольку государство отказалось продавать предприятия и перешло к массовым ваучерным схемам, то во многих случаях западные инвесторы позднее приобрели намеченные наши предприятия намного дешевле, но у менеджмента. Приватизационный доход был фактически поделен между менеджментом, инвесторами и скрытыми участниками, но бюджет не получил в кризис начала 90-х годов ни копейки.

Особенно обидной стала утрата важной конкурентной возможности — снабжать продукцией обрабатывающей промышленности страны бывшего соцлагеря и развивающихся стран с традицией получения технической и промышленной помощи из СССР.

Крупные иностранные компании верили (как показывали их внутренние разработки) в этот период, что создание экспортных мощностей в России через приватизацию поможет им выйти на эти рынки. Эта возможность была упущена, и западные компании на те рынки вышли без нашего участия. В результате самое трудное первое десятилетие трансформации Россия провела в отличие от стран ЦВЕ без сколько-нибудь серьезных иностранных прямых вложений. Даже в 2000-х годах приток инвестиций извне преимущественно носил портфельный характер (при экспорте из России прямого капитала), что сказалось на двух тяжелых финансовых кризисах, 1998 и 2008 года.

Второй большой темой, которая обсуждалась активно в середине 1990-х — середине 2000-х годов — это была структурная и промышленная политика (гл. 4.5 и гл. 4.11). Затянувшийся кризис ставил вопрос о вложениях в инфраструктуру так же, как это обсуждается теперь — спустя десятилетие. В условиях бюджетного кризиса создание любой такой политики было крайне затруднено, но отказ от всякой систематической политики был основан на «мольеровском» непонимании различий прозы и стихов. Бессистемная, дискретная политика, конечно, проводилась, но была «идеологически» некорректна. Ссылки на коррупцию при проведении политики также не выдерживали критики: инвестиции в мире часто исторически сопряжены с коррупционными расходами, но это предмет заботы и работы, а не повод для прекращения проектов; вне конкретной деятельности нельзя победить коррупцию до начала политики развития; наконец, прошедшее десятилетие укрепило коррупцию, а не инвестиционный процесс. Тогда автор пытался призвать к здравому смыслу: «Дискуссия о промышленной политике в России приобрела несколько иррациональные черты. Во всем мире (развитых и развивающихся стран) — это проблема целей развития и методов решения сложных национальных проблем. Суть такой политики меняется во времени — современный капитализм лет сто активно использовал „старомодную“ промышленную политику: от создания отраслей за государственный счет до протекционизма. Всегда это был огромный риск ошибочного инвестирования, копирование конкретных производств других стран в прошлом было далеко не легким и весьма дорогостоящим делом. В общей форме не вызывает сомнений, что при высокоразвитых финансовых рынках, осу-

ществляющих эффективную передачу национальных сбережений в различные сегменты рынка, отрасли, регионы и обеспечивающие модернизацию экономики страны, потребность в промышленной (структурной, региональной) политике была бы минимальна» (гл. 4.11 — 2004 г.).

Автор остается при убеждении, что чистой экономики в условиях переходного периода создать было нельзя. А систему институтов и инструментов развития надо было создавать и опробовать в условиях подъема до финансового кризиса 2007–2009 гг. В этот период ее начали интенсивно создавать, тогда как ее эффективность во многом базируется на длительном устойчивом применении, примером чему является, скажем, Бразильский банк развития. Региональный аспект накопления в России был предметом специального анализа при разработке Стратегии развития Самарской области (гл. 4.14). Для этой цели были разработаны подходы для анализа развития различного типа бизнеса в высокоразвитых российских регионах, показавшие огромную сложность процесса накопления в регионах, лишенных массы инструментов активной экономической политики.

Практический анализ тенденций подъема 2000-х годов показал довольно быстро, что в российских условиях явно не хватает стимулов и специально структурированного финансирования на сколько-нибудь рискованные проекты в области технологий, НИОКР, машиностроения и одновременно — для долгосрочных инфраструктурных проектов. Риски по-своему были высоки в обоих случаях. В первом случае не хватало корпоративных облигаций с реальной длительностью до 5 лет, а во втором — долгосрочных гарантированных облигаций с низкой доходностью на длительные сроки. Именно в обеих этих сферах в 2007–2009 гг. нерешенность и запущенность народнохозяйственных проблем повернула государственную политику к созданию государственных компаний и к разработке обширных инфраструктурных и энергетических программ на базе смешанного (предположительно добровольного) софинансирования бизнесом и государством в рамках партнерства.

В работах 2000-х годов было показано, что всего несколько отраслей, в которых шел довольно значительный инвестиционный процесс, относились в основном к экспортным отраслям энергетики и промышленных полуфабрикатов, а также к обес-

печению потребления верхнего квинтиля населения дачами, автомашинами, бытовой техникой и прочим (включая туризм и рестораны). Несколько крупных завершенных в этот период инфраструктурных проектов оказались профинансированными государственными компаниями (Газпром, РАО ЕЭС и Транснефть) или Всемирным банком (канализация в малых городах).

Начавшийся с конца 2008 г. новый инвестиционный кризис в мире и в России, естественно, отражает все слабости российской экономики: привязку доходов к зарубежным рынкам сырья и энергии; слабость мотивации и препятствия бизнесу; отсутствие разработанных и действующих инструментов развития. Если в 1990-х годах Россия осталась в кризисе во время мирового подъема, то в 2000-х смогла войти в синхронное развитие с мировой экономикой. Но это выражается сейчас в первом рыночном кризисе российской экономики — до развертывания полноценного инвестиционного подъема российской рыночной экономики (гл. 4.14). Выход из кризиса обещает новую дискуссию о существе модернизации, источниках средств для инвестиций в различные сферы экономики, роли частного и государственного бизнеса. Через две декады трансформации многое еще остается спорным для финансовой и политической элиты.

4.1. Глазами инвестора[1] (1992)

В сущности создание эффективной рыночной экономики связано с ответом на два вопроса: кто будет владеть собственностью и зачем — для удовольствия или для накопления. По нашему мнению, спасение экономики России возможно только путем радикального изменения отношений собственности в пользу «крепкого хозяина». Лишь последний, действуя в своих (и страны) долгосрочных интересах, может не только сломать неэффективную структуру хозяйства, но и поднять эффективность инвестиций.

Разумеется, приоритет должен быть отдан формированию национальных инвесторов. В то же время внутренний процесс капиталообразования пока еще очень слаб, и включение иностранных инвесторов было бы сильнейшим фактором как экономической стабилизации, так и преобразования хозяйственной системы.

В настоящее время мы переживаем не только инфляцию и падение производства, что всем известно, но и тяжелейший кризис накопления. Оценка реальных производственных капиталовложений 1992 г. — примерно ¼, а жилья — ⅓ к уровню 1990 г. Можно надеяться, что существует определенный (еще несколько процентов) неучтенный объем вложений в частном секторе, включая индивидуальное строительство: должен же куда-то деваться произведенный цемент и материалы. Но утешение это слабое. Отрицательная чистая норма накопления означает, что страна проедает свой производственный базис, правда, старый, и еще только начинает формировать новый.

Пока, в основном, мы продолжаем реализовывать старые «советские» проекты, рассчитанные на другую систему цен, иное представление о перспективах конвертируемости рубля, отношениях собственности и т.д. Часть этих проектов потенциально эффективна: импортозамещение, энергосбережение и т.п., однако всерьез этого еще никто не проверял. Эти проекты прорабатывались технически, но в редких случаях проверялась их «рыночная сила». Один из немногих шансов на развитие, которые имеет Россия, — обеспечить высокую рыночную эффективность тех

[1] *Григорьев Л.М.* Глазами инвестора // Московские новости. 07.07.1992.

проектов, которые мы включим в кредитные линии, открытые нам зарубежными странами, или предложим финансировать Всемирному банку.

Споры об использовании инвестиционных кредитов только начались, поскольку отражают одновременно и проблему выбора той формы собственности, которую можно усилить за счет внешнего финансирования. Однако не надо забывать, что даже льготные кредиты — это часть будущего внешнего долга страны. Поэтому одна из насущных задач — обеспечить партнерство правительства и национальных инвесторов, передавать эти весьма ограниченные кредитные ресурсы наиболее эффективным из них, возможно, даже сопрягая эту передачу с приватизацией и установлением новых отношений между государством и бизнесом.

В условиях финансового кризиса, который переживают и предприятия, и государство, обесценения сбережений населения, неразвитости банковской системы и долгосрочного кредита накопление может быть поддержано либо внешними кредитами, либо прямыми иностранными инвестициями. Но только последние решают одновременно обе задачи: и создание эффективного собственника, обеспечивающего рыночное поведение с прямым доступом к мировому рынку, и экономическое развитие.

Однако приход иностранного капитала в огромной степени зависит от тех же условий, что и формирование нашего нового предпринимательского класса: четкое определение прав собственности, их защита, контрактная дисциплина, финансовая ответственность предприятий, коммерческая этика и т.д. Правовая стабильность, предсказуемость экономической политики, устойчивость налоговой системы позволят вернуть доверие внешних и внутренних инвесторов. Можно сказать, что качество преобразования отношений собственности в России можно легко определить по иностранным инвесторам. Мы скоро все узнаем о своей реформе по интенсивности притока капиталов.

Зачем мы им, а они нам

Надо разобраться, зачем нам нужны прямые иностранные вложения капитала — все страны прошли через такой период осмысления. Те развивающиеся, кто в 1960–70-х годах быстрее решил эту проблему, те и на коне теперь, даже начинают инвестировать в нашу экономику. Кто-то потратил десять лет на это. У нас есть

несколько месяцев, чтобы понять довольно простые вещи. Они инвестируют потому, что в этом вся их жизнь! Но на наш рынок западный бизнес идет с опаской: предпочитает продать и быстро получить деньгами или нефтью или железную гарантию государства с подстраховкой национального банка или страхового агентства. Это нормально: во многих странах после открытия экономики серьезного массового инвестора пришлось ждать 7–10 лет. В Польше на третий год реформы (1991) инвесторы вложили порядка 700 млн долл. В Венгрии, при длительном устойчивом курсе на реформы 900 млн долл. было зафиксировано к 1990 г., 1,4 млрд долл. — в 1991 г. и 650 млн долл. — за 4 месяца 1992 г. У нас — для сравнения — всего не более 1 млрд долл. вложений. Вопрос: как обеспечить совпадение интересов и целей нашего экономического развития и инвесторов?

Они к нам идут не просто за нормой прибыли, а с поправкой на риск. Поэтому кажущаяся выгодность вложений — природные ресурсы, дешевая рабочая сила и огромный рынок — со стороны выглядит не так просто. Рабочая сила после стабилизации рубля будет не дешевле, чем в Юго-Восточной Азии, природные ресурсы (их дефицита на мировом рынке, в общем, нет) в основном в местах не слишком теплых, и цена на них быстро растет, рынок многочисленный, но «умеренно богатый». Тем не менее, интерес огромный, и придут обязательно, но при нормальной обстановке и по более специфическим причинам. Одни придут из соображений глобализации — транспортных систем и систем связи, охвата нового рынка стандартными лекарствами, потребительскими товарами и т.п. Придут также из-за конкуренции между собой: в условиях кризиса важно закрепиться на потенциально новых рынках, даже сознавая, что в ближайшие годы прибылей может и не быть. Придут и потому, что наш потребитель легко переключается на западную продукцию: 150 млн человек с обычными европейскими вкусами — не надо тратиться на новый дизайн или преодоление местных вкусов и привычек, исключая, может быть, табак и спиртное.

Нам нужны инвесторы крупные, чтобы облегчить конверсию и поднять нефтедобычу, не залезая еще глубже в долги. Вывоз же прибылей, который иных волнует, опасности тем не менее не представляет. Во-первых, при стабильности системы они будут длительное время реинвестировать прибыли. Во-вторых, это

в любом случае меньший отток валюты в обозримом будущем, чем отдача кредита с процентами. В-третьих, потери в нашей экономике настолько велики, что рациональное использование ресурсов на иностранных предприятиях будет приносить прирост эффективности хозяйства, многократно компенсирующий вывоз дивидендов.

Нам надо наконец психологически отделить себя от государства и перестать видеть в иностранных предприятиях только объект налогообложения. Богатство страны будет прирастать на уровне предприятия (собственника) и домашних хозяйств. Если мы сумеем обеспечить существенный и стабильный приток иностранных вложений, желательно в разные отрасли и регионы, то частично решим и целый комплекс задач: появление конкурентов старым хозяевам, создание прочных элементов новой структуры собственности, формирование новой хозяйственной этики, упрочение контрактной системы и т.п. Это единственно «чистая» приватизация, не требующая еще долгой перестройки принципов поведения управленцев в области издержек и ценообразования, накопления и экспорта. В этом случае нам очень нужен малый и средний инвестор, который привозит динамизм, технологии, рискует, демонстрирует другие полезные «рыночные примеры». Правда, такой инвестор в отличие от крупной корпорации рискует своим капиталом, часто нуждается в гарантиях и снижении риска, он не может долго ждать. Тут интересы нового российского частного бизнеса могут не совпадать с интересами иностранного инвестора, но только в очень узком смысле: объективно национальный предпринимательский слой, менеджеры госпредприятий и частные предприниматели заинтересованы в дополнительных опорных пунктах рыночной экономики и источниках развития.

Каково им у нас

Иностранные инвестиции оказались в фокусе общественного внимания, президенты зарубежных компаний — желанными гостями, число инвестиционных семинаров у нас и за рубежом перестало поддаваться подсчету и посещению. К сожалению, инвесторы на своем веку слышали немало призывов вкладывать деньги в самых разных странах и стали довольно недоверчивы. Опасно было бы отпугнуть их еще раз — потом потребуются годы, чтобы наверстать то, от чего они уже устали за эти месяцы.

После рукопожатий и тостов они начинают задавать удивительно однообразные вопросы независимо от возраста, пола, страны и даже размеров капитала вроде: можно ли купить землю, у кого и почем? Кто может гарантировать сохранность капитала? Как превратить честно заработанные рубли в доллары и хотя бы частично вывезти дивиденды домой? Какой уровень властей может принять то или иное решение? Какой орган правительства дает одобрение на инвестиции?

Они обращаются к своим консультантам, коих в Москве уже достаточно, и с удивлением обнаруживают, что инвестиционный климат в Российской Федерации пока ничем не лучше, чем в СССР, а в некоторых отношениях и хуже. Прибавим сюда, что с начала 1992 г. инвесторы столкнулись одновременно с крахом Внешэкономбанка (и потерей средств), увеличением налогов на прибыль с 25% до 32%, отменой двухлетних налоговых каникул, причем тем совместным предприятиям с более 30% иностранным участием, которые были зарегистрированы в 1990–1991 гг., пока еще не «отдали их каникулы». Многие новые инвесторы столкнулись с очень высокими экспортными тарифами на нефть. Регулярные изменения во внешнеэкономическом регулировании потребовали постоянной переоценки ситуации. И наконец, пять месяцев иностранный персонал ожидал, что ему придется платить здесь налоги по 60% с личных доходов.

Не забудем и о процессе принятия решения внутри западной фирмы: поиск проекта; его анализ; непрерывные поездки многих специалистов туда-обратно и миллионные расходы на разработку проекта; переговоры с госведомствами; решение на корпоративном уровне людьми, которые в массе от нас далеки и здесь не бывали. В целом это год-два — минимум. Потерю капитала менеджерам не простят, а крупные вложения вообще требуют одобрения па высшем уровне — совете директоров корпорации. Менеджеры, которые приехали сюда работать, весьма рискуют внутри своей иерархии, живут в другой стране с непростой политической и криминальной обстановкой, неровным климатом — их еще надо уговорить жить здесь и работать. Прежде чем броситься вкладывать в наши безбрежные просторы, дотошные менеджеры пишут толстый бизнес-план, куда нужно точно вписать, что сколько стоит и что не зависит от перемен в политике, парламенте и смены правительств. При каждом изменении налогового законодательства

или угрозе введения лицензирования экспорта инвесторы останавливаются и начинают заново пересчитывать проект, причем степень риска каждый раз переоценивается вверх. А те, кто уже вложил средства, требуют отдельных разрешений и гарантий.

Нам лишнего не надо

С учетом того, что 1991 г. был не лучшим с точки зрения «разведки» проектов, а часть проектов погибла из-за краха партнеров — союзных ведомств и исчезновения контактов (люди тоже ушли), мы не можем сейчас рассчитывать на немедленное массовое инвестирование. Но если мы не подорвем первый этап поиска и контактов в 1992 г., то можем рассчитывать на большие вложения уже в 1993 г. Однако мы должны быстро прояснить для инвесторов общие условия инвестирования и обеспечить стабильность системы налогообложения. Конкуренция на мировом рынке капиталов идет серьезная: для многих, особенно средних, инвесторов надежность среды важнее потенциальной доходности. Нам стоит взглянуть на этот процесс глазами инвестора — иначе он не придет.

Стоит взглянуть, например, и на административные проблемы выхода инвесторов на наш рынок. Официально у нас осталась так называемая регистрационная система: запишись и инвестируй. Это было чистое лицемерие — инвестор не мог свободно получить субсидирование, дешевые кредиты, гарантированное снабжение. Дискриминация была на уровне всей экономики, поэтому крупные проекты реализовывались только по решению сверху. Сейчас мы выравниваем условия функционирования национального и иностранного бизнеса путем отключения плановых методов снабжения и финансирования «для своих». Но это еще не означает нормальных условий ни для своих, ни для чужих. Декларирование так называемого национального режима («чужим, как своим»), как это рекомендует теория, — еще далеко не решение проблем. Сохраняется масса технических препятствий, едва ли не каждый орган власти всех видов и уровней хотел бы иметь отношение к регулированию иностранных инвестиций. На сегодня все крупные проекты с участием иностранного капитала проходят по распоряжению правительства, что означает согласование позиций 5–6 министерств, иногда местных властей и ряда отделов аппарата правительства. В то же время правительство не

имеет полной информации о проектах и намерениях иностранных компаний инвестировать или участвовать в приватизации. Необходим, во-первых, мониторинг иностранных инвестиций на стадии намерений, а во-вторых, следует подумать о простой системе одобрения крупных проектов (более 10 млн долл., что означает сейчас — более 1 млрд рублей). Международная практика рекомендует иметь единое агентство по иностранным инвестициям, которое обеспечивало бы реальное решение основных проблем инвесторов, во всяком случае формальных. Разумеется, это стоило бы делать не в дополнение, а только вместо всех иных «систем одобрения».

Есть надежда, что в обозримом будущем будут приняты поправки к закону «Об иностранных инвестициях», законы «О концессиях» и «О свободных зонах». Но и в этом случае остается еще достаточно проблем. Нужна ясность в вопросе о земле, о том, сколько стоит земля под предприятиями (и чья она), кто дает аренду на 99 лет и т.д. Нужна ясность с валютным регулированием иностранных предприятий, особенно с учетом приближающегося запрета на валютную торговлю, чтобы не получилось, что продавать на доллары уже нельзя, а купить доллары еще нельзя.

Ответив себе на вопрос, зачем нам нужны иностранные вложения, и взглянув на ситуацию глазами инвесторов, мы придем к выводу: чтобы превратить нынешний интерес зарубежных компаний в будущие инвестиции, не требуется делать ничего «лишнего», кроме того, в чем и так давно нуждается национальная экономика.

4.2. Иностранные инвестиции в России: проблемы и возможные решения[1] (1993)

Россия, как и любая страна, вступающая на путь радикальных рыночных преобразований, должна определить свою стратегию в отношении иностранного капитала. Исторический опыт свидетельствует, что развитые и быстро развивающиеся страны активно привлекали иностранные инвестиции, особенно в последние 40 лет. Ключом к успеху стали частные прямые вложения в сочетании с кредитным заимствованием. Разумеется, чужой опыт воспринимается нелегко, и каждая страна решает эту проблему по-своему. Для посткоммунистических государств, находящихся в процессе формирования рыночных отношений и поиска путей выхода из тяжелого экономического кризиса, вопрос об иностранных инвестициях относится к числу критических. Дело не только и не столько в нехватке внутренних сбережений для быстрой модернизации экономики. Инвестиционный климат может служить критерием зрелости рыночных реформ, доверия мирового сообщества к устойчивости прав собственности и обстановке в стране в целом. Вместе с тем включение иностранных инвесторов в развитие национального хозяйства обеспечивает наиболее быструю его адаптацию к мировому рынку.

Цели и особенности инвестиционной стратегии

Мировой опыт доказал, что прямые инвестиции имеют ряд существенных преимуществ по сравнению с другими формами экономического содействия реформам. Во-первых, они служат источником капитала для вложений в производство товаров и услуг, обеспечивая также трансферт технологии, ноу-хау, передовых методов управления и маркетинга. Во-вторых, инвести-

[1] *Астапович А.З., Григорьев Л.М.* Иностранные инвестиции в России: проблемы и возможные решения. *Астапович А.З., Григорьев Л.М.* (ред.). Иностранные инвестиции в России: проблемы и перспективы. М.: Инфомарт, 1993.

ции, в отличие от иностранных займов и кредитов, не ложатся дополнительным бременем на внешний долг, напротив, способствуя получению средств для его погашения. В-третьих, прямые инвестиции обеспечивают наиболее эффективную интеграцию национальной экономики в мировую благодаря возрастающему внешнему воздействию, разнообразному производственному и научно-техническому сотрудничеству.

Представляется, что основные задачи экономической политики России, связанные с привлечением иностранных инвестиций, состоят в следующем:

- становление эффективно хозяйствующих единиц;
- стабилизация хозяйственного и финансового положения как необходимое условие возрождения российской экономики;
- подъем отраслей и секторов, важных для жизнеобеспечения страны в целом;
- ускорение структурной перестройки, развитие новых, технически передовых отраслей и производств;
- формирование конкурентной рыночной среды и эффективная борьба с монополизмом;
- увеличение экспорта и сдерживание импорта за счет создания экспорто-ориентированных и импортозамещающих производств.

Стратегия в области иностранных инвестиций должна быть тесно увязана с общей структурной и инвестиционной политикой России. В условиях острого инвестиционного кризиса иностранные вложения отчасти могут восполнить нехватку внутренних сбережений. Существенную роль может сыграть гибкая финансовая политика, которая учитывала бы реальные потребности отраслей и регионов России в источниках финансирования, новом оборудовании, технологической модернизации, равно как и непосредственные интересы иностранных инвесторов. Кроме того, необходимо четко определить группы отраслей в зависимости от потенциальных источников финансирования:

- отрасли, где правительство способно обеспечить централизованные капиталовложения;
- отрасли и производства, развиваемые преимущественно за счет частных российских инвестиций;

- отрасли, для поддержки которых на данном этапе необходимо использовать кредитные линии;
- отрасли и производства, которые целесообразно развивать с активным привлечением прямых иностранных инвестиций.

В нынешний переходный для России период наиболее четкой и потенциально эффективной представляется следующая отраслевая схема, отражающая возможную роль иностранного капитала в экономике:

a) отрасли, приоритетные для привлечения и использования иностранных инвестиций;

b) отрасли, где участие иностранных инвесторов так или иначе ограничивается;

c) небольшое число отраслей, закрытых для иностранного капитала по соображениям национальной безопасности, защиты национальных интересов и сохранения достояния, важности для жизнеобеспечения страны.

Следует подчеркнуть, что «закрытые» отрасли существуют во всех странах, использующих иностранные инвестиции, независимо от уровня их экономического развития и применяемого режима. Главное, что отраслевые направления и приоритеты инвестиционной политики должны быть увязаны с решением основных экономических и социальных проблем.

Отдельные отрасли, включая нефтеперерабатывающую, химическую и нефтехимическую промышленность, строительство, черную и цветную металлургию, требуют немедленного увеличения инвестиций. Приоритетность привлечения инвестиций в отдельные сферы экономики России определяется также рядом серьезных социально-экономических факторов. Первостепенной задачей в переходный период является насыщение внутреннего рынка продуктами питания. Важной проблемой в социальном и экономическом плане является конверсия военного производства. Оборонная промышленность, лишенная заказов государства, источников финансирования, необходимых для переориентации отрасли потенциально является мощным источником социальной напряженности в обществе. В рамках конверсии целесообразно решать сразу несколько важнейших задач: создание мощностей импортозамещающей продукции; расширение и диверсификация

экспорто-ориентированных производств; создание материально-технической базы для развития инфраструктуры общественного производства и агропромышленного комплекса.

Очевидно, что преференциальный режим не может компенсировать неблагоприятный инвестиционный климат, обусловленный внутренней нестабильностью. Применение льгот наряду со стабильными правовыми гарантиями должно направляться прежде всего на сокращение риска потери капитала и быть достаточно результативным, учитывая растущую конкуренцию за инвестиции. Важную роль играет ясное понимание того, какой конкретно вид деятельности или поведения инвестора стимулируется введением различных льгот и насколько умело они сочетаются в зависимости от характера инвестиционного проекта.

Процесс интеграции России в мировую экономику неизбежно должен учитывать интересы структурной политики. Именно она определяет выбор приоритетных отраслей для импортозамещения и расширения экспорта, а соответственно, и для привлечения иностранных инвестиций. Вероятно, для предприятий в таких отраслях требуется введение достаточно высоких защитных барьеров от иностранной конкуренции. Мировой опыт наглядно доказал, что подобная политика является мощным стимулом для иностранных компаний, которые обычно осваивают за счет прямых инвестиций те рынки, куда затруднено проникновение товаров и услуг из-за рубежа. Вместе с тем «открытие» российской экономики без поддержки приоритетных отраслей может привести к ликвидации базовых отраслей и производств. В итоге на многие годы будет закреплена товарно-сырьевая ориентация экспорта России, что полностью противоречит задачам структурной перестройки.

Проблемы региональной политики в российских условиях во многом рассматриваются через призму создания и развития свободных экономических зон (СЭЗ), которое должно базироваться на четком правовом регулировании хозяйственной деятельности иностранных инвесторов и предприятий с иностранными инвестициями. В ходе своего анализа В.Моргачев и О.Моргачев[1] пришли к выводу, что решения 1990–1991 гг. об учреждении на территории

[1] См. Иностранные инвестиции в России: проблемы и перспективы. М.: Информарт, 1993.

России сразу 12 СЭЗ в масштабах целых краев и областей были приняты без тщательного изучения их последствий, без учета экономических возможностей государства и регионов. Мировой опыт свидетельствует, что достижение положительного эффекта возможно лишь при условии концентрации усилий и средств в создании компактных экспорто-ориентированных зон. Задачи правового обеспечения деятельности СЭЗ требуют скорейшей разработки и принятия закона Российской Федерации о свободных экономических зонах.

По мере восстановления экономики и финансовой стабилизации, преодоления инвестиционного кризиса в России можно будет перейти к стимулированию вложений в определенных отраслях и производствах. В этих случаях равные условия целесообразно создавать для всех инвесторов. Более того, льготные условия инвестирования наряду с конкретными отраслями могут распространяться и на регионы. Опыт стран, где продуманная региональная политика способствует структурной перестройке экономики в целом, имеет особое значение для России.

Предпосылки и условия иностранных инвестиций

Репутация России как страны-реципиента дважды была серьезно подорвана в течение текущего столетия. Октябрьский переворот 1917 г. привел к конфискации и национализации частной, в том числе иностранной, собственности без какой-либо компенсации. В конце 20-х — начале 30-х годов свертывание нэпа предопределило ликвидацию концессий с участием иностранного капитала. Сейчас, чтобы вернуть доверие иностранных инвесторов, необходимо обеспечить стабильность законодательства, четкую правовую базу для иностранных инвесторов в области финансового, налогового, торгово-тарифного регулирования. Кроме того, для России особо стоит вопрос о преемственности в области межправительственных соглашений, заключенных бывшим СССР.

Интеграция в мировую экономическую систему невозможна без создания нормальных правовых условий для иностранных инвестиций. Бизнес же крайне заинтересован в государственных гарантиях, в том числе в форме межправительственных и меж-

дународных соглашений. Однако для инвесторов ничто не может заменить гарантий прав собственности. С этой точки зрения, приток иностранного капитала будет обеспечен прежде всего благодаря радикальному ходу рыночных реформ. Иностранный капитал может и должен сыграть немалую роль в возрождении экономики России. Предстоит создать принципиально новый деловой климат, базирующийся на понятных для инвесторов принципах, с хорошо предсказуемой долгосрочной политикой. Именно в этом случае естественные преимущества России, включая природные ресурсы и потенциально емкий рынок, огромный научно-технический потенциал и высокообразованное население, станут важнейшим условием ее конкурентоспособности в борьбе за привлечение частных капиталов.

Очевидно, что нынешнее состояние российской экономики и общества не имеет прямых исторических аналогов. Россия как бы продолжает проводить эксперименты на себе, хотелось бы верить, в интересах человечества. Однако сколь ни велика специфика страны, предпочтительнее присмотреться к обычной практике поведения инвесторов за рубежом и создать для них благоприятный климат, с тем чтобы обеспечить дополнительные вложения. Надежда на привлекательность российских просторов вне адекватного правового обеспечения является чистой иллюзией — массовых инвестиций она дать не может.

О.Иванова, А.Чернявский и О.Козлова[1] раскрывают масштабы и структуру потребностей российской экономики в капиталовложениях. В текущем столетии Россия практически не имеет возможности удовлетворить инвестиционные нужды за счет внутренних источников финансирования. Кроме того, наряду с отраслями, в которых вероятность частных инвестиций достаточно велика, остаются жизненно важные отрасли с длительным сроком окупаемости капиталовложений, за развитие которых в переходный период должно нести ответственность государство. Наконец, в отраслях с наиболее отсталыми технологиями существует наибольшая потребность в инвестициях для коренной модернизации производственной базы.

[1] См. Иностранные инвестиции в России: проблемы и перспективы. М.: Информарт, 1993.

Однако ресурсы мирового рынка капиталов достаточно ограниченны. В 1991 г. чистый прирост прямых вложений в развивающихся странах оценивается всего в 31 млрд долл. Глобальная рецессия сократила возможности для инвестирования и существенно ограничила свободу правительств в области помощи другим странам. Анализ И.Доронина[1] дает основание для серьезных размышлений над необходимостью участия в конкуренции на рынке капиталов, а также над новыми возможностями и новой ответственностью, вытекающей из членства в международных финансовых организациях.

Страны, которые сумели эффективно использовать внешние источники финансирования, опереться на них в процессе модернизации своей экономики и создания нормальных условий для роста внутренних сбережений и накопления, обеспечили и устойчивый экономический рост. Такой путь предполагает чрезвычайно ясную и хорошо координированную долгосрочную стратегию привлечения иностранных инвесторов, являющуюся составной частью как структурной политики, так и программы приватизации. Вместе с тем большинство исследований, проводившихся в разные годы и охватывающих разные страны, содержат вывод о важнейшей роли макроэкономических переменных в инвестиционных решениях. Особое внимание обращают на себя переменные, в отношении которых исследования не дают однозначных оценок. К их числу в большинстве случаев относятся масштабы экономики (общий объем ВНП; ВНП на душу населения), определяющие размер потенциального рынка; рейтинг политического риска; валютный курс, его прогнозируемые колебания.

Практически для всех стран независимо от уровня их развития, и Россия здесь не исключение, размер рынка в большей мере связан с притоком капитала из-за рубежа, чем правительственная политика. В свою очередь, рейтинг политического риска принимается во внимание главным образом при инвестировании в развивающихся странах, к числу которых с точки зрения внутренних условий относится Россия. Валютный аспект имеет двоякое значение. В случае неконвертируемости валюты

[1] См. Иностранные инвестиции в России: проблемы и перспективы. М.: Информарт, 1993.

он является дополнительным элементом риска и одерживающим фактором для инвестиций, что было лишний раз доказано в процессе создания совместных предприятий в СССР. Если же валюта конвертируема, но курс ее низок, то это может серьезно стимулировать приток капитала — вариант весьма вероятный для России в ближайшее время при условии свободного доступа иностранного капитала к собственности. Однако макроэкономические последствия притока капитала при курсе 500–600 рублей за доллар в начале 1993 г. не могут быть значительными — слишком занижен начальный курс рубля, чтобы существенно повлиять на динамику курса.

Факторы, определяющие реальный доступ иностранных капиталов в Россию, можно разделить на несколько:

- потребности страны в модернизации и развитии;
- общие условия накопления: налоги и тарифы, их стабильность, контрактное право, регулирование экспорта и импорта, характер банковской системы и ее услуг, механизм валютного регулирования;
- национальное законодательство в целом и специальное законодательство, определяющее условия деятельности иностранных инвесторов;
- психологические, политические, особенно общие правовые условия, вызревающие в известном смысле вместе с обществом, которые нельзя просто декретировать или провести правительственным решением.

Поиск путей перехода к рыночной экономике, трансформации отношений собственности происходит в условиях сложнейшей политической борьбы, без ясного общественного консенсуса по ключевым вопросам экономических и социальных основ будущего общества. В этом отношении состояние и динамика общественного мнения является важным фактором, определяющим инвестиционный климат в России. С.Шпилько[1] показал, что, утратив во многом черты идеологического противника, грабителя национальных богатств, иностранный предприниматель приобретает в общественном мнении черты реального экономического конкурента на рынках товаров и услуг, недвижимости, капитала.

[1] См. Иностранные инвестиции в России: проблемы и перспективы. М.: Информарт, 1993.

Отсюда сложное, противоречивое отношение различных слоев населения, новых бизнесменов и чиновников к появлению в стране иностранных предприятий, участию зарубежных инвесторов в приватизации земли, разработке природных богатств. Влияние данного фактора просматривается не только в ходе разработки законодательных актов, но и в практических решениях по конкретным инвестиционным проектам.

Особую роль играют политика приватизации и административный режим для инвесторов. Приватизация создает большие возможности, но не является для инвесторов процессом, не зависимым от общего процесса накопления. Административный режим инвестирования включает такие разнородные проблемы, как распределение ответственности между правительственными ведомствами, между правительством и местными властями, доступ к надежной информации о правовых рамках, конкретных проектах, способах и объектах приватизации, В условиях огромной страны и значительной децентрализации управления все эти факторы весьма существенны.

Одной из важнейших задач проводимой в России экономической реформы является привлечение и использование иностранных инвестиций с целью развития. Однако сложность этой задачи далеко не полностью осознается, требования инвесторов часто даже не изучаются. При выработке политики не учитывается, очевидно, что, с точки зрения западных компаний, высокая потенциальная прибыльность вложений в России перекрывается сейчас политическим и коммерческим риском, связанным с общей внутриполитической и экономической нестабильностью, недостаточной проработкой правовых и административных мер. В результате интерес к вложениям в российскую экономику воплощается пока в весьма ограниченном объеме инвестиций. Кроме того, имеет значение специфика проектного цикла в корпорациях, который сам по себе занимает около года. В 1991 г. относительно мало проектов было начато в силу чисто политических причин. Поэтому в 1992 г. шло завершение проектов, развернутых еще в 1988–1990 гг., а также поиск новых проектов. Достаточно крупных вложений при общих благоприятных условиях можно ожидать, вероятно, не ранее 1994 г., поскольку в 1992 г. шел широкомасштабный поиск проектов западными компаниями. Впереди длительный и сложный путь, прежде чем

иностранный инвестор превратится в неотъемлемую часть нашей хозяйственной системы.

Макроэкономическая стабилизация: воздействие на иностранные инвестиции

Следует признать, что правительственные меры в области макростабилизации в России в 1992 г. осуществлялись на крайне неблагоприятном фоне нарушения сложившихся хозяйственных связей как между предприятиями, так и между регионами, усиления внутриполитических и межнациональных конфликтов. В результате резко ухудшился инвестиционный климат в стране. В значительной мере это коснулось иностранных инвестиций. С точки зрения иностранных инвесторов, ухудшение произошло по двум тесно взаимосвязанным направлениям.

Во-первых, общеэкономический кризис, огромное падение производства, сокращение экспорта происходят в условиях острой борьбы между правительством и парламентом, укреплении оппозиции правительству в вопросе о методах проведения реформы. Недостаточно эффективной оказалась сама правительственная политика. Меры по предотвращению инфляции не привели к радикальному сокращению бюджетного дефицита, не остановили рост фонда зарплаты как ощутимого инфляционного фактора. Жесткая налоговая политика и дорогой кредит лишили производителей стимулов для капиталовложений. Соответственно, ломка процесса накопления не могла носить характер структурной перестройки хозяйства. Практически не дали результатов меры по стабилизации рубля, включая валютные интервенции Центрального банка.

Особо необходимо отметить правовую необеспеченность макрореформы, прежде всего в области налогообложения, приватизации, экспортно-импортного регулирования. С точки зрения иностранных инвесторов, основным недостатком преобразований было практически ежемесячное изменение условий функционирования. Частое изменение правил игры на рынке отразилось в негативных оценках ситуации в России банками, консультационными и юридическими фирмами, поскольку в общепринятых методах расчета риска правовая стабильность играет ключевую роль.

Во-вторых, в 1992 г. ужесточился режим собственно для иностранных инвестиций. В политике правительства возобладала позиция сторонников немедленного выравнивания условий хозяйствования отечественных и иностранных инвесторов. Эта позиция не учитывает огромных правовых, информационных, транспортных, наконец, языковых барьеров. Фактическая ставка на быстрое создание благоприятных условий для инвестирования была чрезмерно оптимистичной или излишне «теоретической». На наш взгляд, ключевой проблемой стали трудности координации правового, административного и налогово-валютного режима. Шаги в одной из этих областей не подкреплялись соответствующими мерами в других сферах, в лучшем случае это происходило с большим запаздыванием.

Предпринятые в 1992 г. меры в инвестиционной, налоговой и таможенно-тарифной областях реально не способствовали привлечению и использованию иностранных инвестиций, подорвав доверие к долгосрочной устойчивости режима инвестирования. Формирование благоприятного климата для иностранных инвесторов в будущем неизбежно связано с восстановлением действовавшего до 1992 г. ряда льгот для предприятий с иностранным участием и с разработкой системы преференций, которые должны коснуться прежде всего инвестиций в приоритетные отрасли экономики.

В переходный период, переживаемый Россией, механическое распространение на совместные и иностранные предприятия мер по квотированию и лицензированию экспортно-импортных операций, по продаже валютной выручки ведет к резкому сужению притока иностранных инвестиций. Именно это произошло в 1992 г., когда был принят ряд решений, нарушающих права иностранных инвесторов и вступающих в противоречие с Законом «Об иностранных инвестициях в РСФСР» от 4 июля 1991 г. Наибольшую озабоченность иностранных инвесторов вызвала отмена налоговых льгот для предприятий в сфере материального производства. В этой связи М.Брагинский и Р.Нагапетьянц[1] особо подчеркивают положение закона, согласно которому нормы, ограничивающие права субъектов инвестиционной деятельно-

[1] См. Иностранные инвестиции в России: проблемы и перспективы. М.: Информарт, 1993.

сти, не могут вводиться в действие ранее чем через год с момента их опубликования. Только в июле 1992 г. Верховный Совет РФ восстановил двухлетние налоговые каникулы в отношении предприятий с иностранным участием, зарегистрированных до 1 января 1992 г., не распространив, однако, эту норму на вновь создаваемые предприятия. Идея «дедушкиной оговорки» (закрепляющей условия налогообложения для долгосрочных соглашений на дату их подписания) получила определенное распространение), но по многим параметрам условия старых контрактов были резко изменены в 1992 г.

Согласно Указу Президента РФ от 4 июня 1992 г. все предприятия с иностранными инвестициями обязаны продавать 50% валютной выручки от экспорта. В соответствии же с законом об иностранных инвестициях валютная выручка от экспорта собственной продукции должна целиком оставаться в распоряжении предприятий, полностью принадлежащих иностранным инвесторам и совместным предприятиям, в уставном фонде которых доля иностранных участников составляет более 30%. По существу, у предприятий с иностранным участием изымается до 10% прибыли, идущей в виде комиссионных в пользу уполномоченных ЦБ России коммерческих банков.

Указом Президента РФ от 14 июня 1992 г. введены положения о том, что импортную таможенную пошлину уплачивают все импортеры, а предоставленные ранее льготы ликвидируются, за исключением тех, что установлены законодательными актами РФ и международными соглашениями. Инструкция о порядке применения Временного импортного тарифа и действующая практика реально лишили совместные предприятия права беспошлинного импорта товаров в качестве вклада иностранных инвесторов в уставный фонд СП, которое предусматривалось законом об иностранных инвестициях. Практика применения постановления Правительства РФ от 30 декабря 1991 г. игнорирует также зафиксированное в законе право иностранных предприятий без получения лицензий экспортировать товары собственного производства и импортировать необходимую для своих нужд продукцию.

Отмена налоговых льгот для совместных предприятий наглядно показала несовершенство российского законодательства

и особенно традиционную для нашей страны слабость исполнения существующих законов. Правовые гарантии стабильности налогового режима в отношении предприятий с иностранными инвестициями предотвратили бы негативные последствия повышения налоговых ставок. В частности, в нефтяной промышленности отсутствие «дедушкиной оговорки» привело к тому, что совместные предприятия были вынуждены либо настаивать на предоставлении им льгот в виде исключения, либо сворачивать дело вследствие нерентабельности проекта. Указанные гарантии, отсутствующие в законодательстве, могли бы распространяться на 5–7 лет — до момента реального снижения политических и коммерческих рисков вложений в российскую экономику.

Е.Дьячкова[1] на примере нефтяной промышленности наглядно показывает, как отдельные меры правительственной политики противодействуют притоку иностранного капитала и, в конечном счете, целям самой макрореформы. Так, экспортная пошлина, введенная одновременно с повышением ставки налога на прибыль (с 25 до 32%), оказалась более тяжелым бременем для инвесторов по сравнению с отмененным в 1992 г. налогом на сверхприбыль. Иностранные компании всерьез озабочены и тем, что методы расчета и размер пошлины постоянно изменяются. В этих условиях было бы целесообразно, опираясь на оправдавший себя опыт многих стран, в контрактах с иностранными инвесторами заменить пошлину скользящими шкалами роялти.

Итоги первого года реформ свидетельствуют о том, что пока не удалось разработать механизм привлечения иностранных инвестиций, адекватный потребностям и задачам рыночной трансформации экономики. Это касается как экономических условий, так правового и административного режима. Более того, углубление экономического кризиса сопровождается растущей нестабильностью, частыми изменениями в области законодательства. В сложившейся ситуации было бы полезно как можно скорее определить адекватную налоговую и тарифную систему, отвечающую потребностям иностранных инвесторов и обеспечивающую защиту национальных интересов.

[1] См. Иностранные инвестиции в России: проблемы и перспективы. М.: Информарт, 1993.

Проблема национального режима

В ходе реформы выявилось ограниченное понимание западной практики, общих тенденций в области инвестирования в современном мире. В частности, правительственный подход к национальному режиму для инвесторов стал причиной ряда неожиданных шагов в области регулирования налогов, тарифов и пр. С точки зрения авторов, идея национального режима тесно связана с ослаблением протекционизма и означает прежде всего «не дискриминационный режим» для иностранных инвесторов по широкому кругу параметров. Последние включают не только тарифы, налоги, экспортное регулирование, но ценообразование, поставки продукции, субсидирование, допуск к тем или иным отраслям. В России же «национальный режим» рассматривается многими как «чистый национальный режим», как ликвидация всякой мотивации для инвесторов. По сути, это противоречит практике большинства развивающихся стран в начальный период трансформации.

Несомненно, было бы предпочтительней сразу же создать равные условия для всех. Но даже в этом случае разные инвесторы имеют разные возможности. Для инвесторов с большими капиталами, способными оживить хозяйство и повысить его эффективность, нужно обеспечить приемлемые условия их входа в экономику. Особенно важно привлечь не просто денежные вложения, а «стратегических» инвесторов с их опытом работы в соответствующих отраслях, знанием рынка, значительными финансовыми ресурсами и опытом управления предприятиями в различных странах мира. Для России как страны с высоким политическим и коммерческим риском неизбежно возникает вопрос, как уравновесить для инвесторов этот риск на ранних стадиях реформы. Специальные условия для иностранных фирм на первом этапе не являются альтернативой последовательному формированию рыночной экономики, нормальных условий накопления для всех инвесторов. Они должны идти параллельно и по мере вызревания стабильного инвестиционного климата сближаться. По сути, это обычная практика целого ряда развивающихся стран.

Альтернативой прагматической политике становятся лозунги типа «равные условия для всех», которые легко находят поддержку

в национальном снобизме: от «наше лучше!» до «почему мы должны?». Ответ на последний вопрос для России, переживающей радикальную структурную трансформацию, выглядит довольно просто: потому что нам нужны вложения с целью восстановления экономического роста, экспорта, подъема уровня жизни. В долгосрочном плане — это наиболее реальный источник средств для решения наших внутренних проблем. Каждый шаг по созданию условий для крупных частных вложений из-за рубежа означает сокращение периода кризиса, переходной экономики и структурной перестройки. Последствия отрицания необходимости иностранных инвестиций далеко не безразличны, поскольку они затягивают процесс включения ведущих российских предприятий в мировую экономику. Без определенного успеха первых вложений трудно ожидать более широкой волны — отсутствие массового опыта взаимодействия менеджеров, чиновников и бизнесменов со «стратегическими» инвесторами задерживает становление основ рыночной экономики. Степень риска постепенно будет снижаться, но время для вложений в первой половине 90-х годов может оказаться упущенным.

Важнейший вопрос, связанный со стимулированием иностранных инвестиций, касается эффективности самих стимулов. Известно, что на этот счет существуют разные точки зрения, и многие эксперты, особенно международных организаций, выступают против предоставления льгот иностранным инвесторам. Их аргументы сводятся в основном к следующему. Во-первых, льготы существенно менее значимы по сравнению с размерами рынка и издержками производства. Во-вторых, конкуренты могут предложить более привлекательные меры стимулирования, что вообще порождает неоправданную конкурентную борьбу за привлечение инвестиций (это вопрос реалий современного мира). В-третьих, система льгот и преференций иностранному капиталу несправедлива по отношению к отечественному бизнесу.

Вероятно, в нынешних условиях развития России вопрос о стимулах и льготах не может рассматриваться изолированно от других аспектов экономической политики. Мировая практика действительно свидетельствует, что финансовые и фискальные стимулы в целом не играют решающей роли в определении того, осуществлять или нет конкретный инвестиционный проект. Вме-

сте с тем опыт многих стран наглядно доказал, что национальный режим, не содержащий специальных льгот для иностранных инвесторов, дает реальный эффект только в условиях политической и экономической стабильности. Потребуется, видимо, довольно длительный период последовательной макроэкономической политики, пользующейся доверием у иностранных инвесторов, включая массовую приватизацию, утверждение института частной собственности, устойчивость прав различных собственников, прежде чем внутренний режим инвестирования достигнет качества, приемлемого для иностранных компаний. Только тогда в России появится реальная возможность перехода к национальному режиму. В данный момент стоит фактически двуединая задача: создать нормальный режим для российских инвесторов и ликвидировать фактическую дискриминацию иностранных инвесторов, обеспечив им по ряду направлений определенные льготы.

Конкуренция на рынке капиталов носит глобальный характер. Соответственно, в тех случаях, когда инвесторы имеют выбор для вложений в страны со схожими природными ресурсами, географическим расположением, человеческим капиталом, они обращают внимание на факторы риска и экономическую мотивацию инвестиций. Очевидно, что российская алмазная или золотодобывающая промышленность имеет ограниченное число конкурентов. Гораздо сложнее ситуация с нефтяной промышленностью. Наконец, применительно к обрабатывающей промышленности и сфере услуг положение меняется весьма существенно, ибо здесь размеры потенциального рынка, квалификация рабочей силы при относительно низкой цене уже не являются столь сильными преимуществами.

Качество рабочей силы, транспортные системы в Восточной Европе сравнимы с российскими. Поэтому для России важно не замыкаться на инвестиции, связанные с развитием сырьевых отраслей и защитой высоких технологий, в ситуации, когда предприятия потребительских секторов будут создаваться иностранными инвесторами в восточноевропейских странах. В ряде случаев развертывание производства в России замыкает сеть в глобальной структуре крупных корпораций или используется для поддержки конкурентоспособных позиций. Огромную роль играет фактор времени. Стратегические инвесторы могут прийти

сейчас или через несколько лет, что не составляет большой угрозы их долгосрочным интересам, но резко ограничивает возможности положительного воздействия иностранных инвестиций на экономику страны. В результате западные области России в обозримом будущем вынуждены будут конкурировать с республиками Прибалтики, Польшей, Чехией, Словакией и Венгрией.

Исследование Р.Гринберга и В.Дурнева[1] свидетельствует о том, что в странах Восточной Европы в начале 90-х годов был взят курс на быстрое открытие национальных экономик. Такая политика предполагала создание максимально благоприятных условий для привлечения иностранных инвестиций. Россия могла бы использовать опыт восточноевропейских стран в выработке налоговых привилегий, валютно-финансовых режимов и таможенных льгот в отношении объектов совместного и иностранного предпринимательства. В то же время этот опыт лишний раз доказывает, что государственная политика в области иностранных инвестиций, какой бы либеральной она ни была сама по себе, оказывается успешной только в том случае, если иностранные инвесторы уверены в последовательности и необратимости системных преобразований, в стабильности страны-реципиента.

В этом отношении характерен пример Венгрии, которая проводит приватизацию по классическим образцам Великобритании и Новой Зеландии и поставила задачу приблизиться к обычной для Западной Европы доле иностранного капитала (25%). Это требует много времени, труда, административных усилий, но одновременно является определенной, основанной на мировом опыте гарантией появления действительно эффективных рыночных агентов. Условия для иностранных инвесторов в Венгрии включают широкий и вполне прагматический набор мер по их мотивации. В результате страна получила 600 млн долл. в 1990 г., 1,4 млрд долл. в 1991 г. в форме иностранных инвестиций. В первой половине 1992 г. в страну поступало до 150 млн долл. в месяц. Доля Венгрии во всех прямых вложениях в странах Восточной Европы, включая бывший СССР, оценивается в 60%. Создав основу для массового притока иностранных вложений, Венгрия начала постепенно отменять меры налогового стимулирования, в которых теперь нет прежней необходимости.

[1] См. Иностранные инвестиции в России: проблемы и перспективы. М.: Информарт, 1993.

На первом этапе реформы Россия пошла фактически противоположным путем. Тенденция к унификации условий деятельности для российских и иностранных инвесторов привела к неоправданной отмене с начала 1992 г. практически всех льгот для совместных и иностранных предприятий в налоговой, валютной и таможенно-тарифной областях, что заметно контрастировало с интенсивной политической кампанией по привлечению интереса крупных бизнесменов. Е.Яковлева и Е.Дьячкова[1] дают подробный анализ последствий этих мер. В частности, повышение уровня налогообложения, введение высоких экспортных пошлин обусловили убыточность большинства потенциальных средних и малых проектов с иностранными инвестициями, в том числе в топливно-энергетическом комплексе, остающимся важнейшим источником валютных поступлений. В итоге, согласно данным Комитета по иностранным инвестициям, объем иностранных инвестиций (в пересчете по курсу рубля за соответствующие месяцы) за первые три квартала 1992 г. едва превысил 150 млн долл. Более того, по последним оценкам западных экспертов, в России сложился наиболее неблагоприятный климат для иностранных инвесторов из всех посткоммунистических стран Восточной Европы и бывшего СССР.

Административные рамки

Национальная стратегия в области иностранных инвестиций может включать в себя различные элементы. Мировая практика показывает, что большинство стран стимулирует иностранных инвесторов, но в разной степени. При этом в зависимости от удельного веса того или иного элемента определяется фокус стратегии в целом. Для привлечения иностранных инвестиций в Россию первоочередное значение имеют такие факторы, как стабильность, транспарентность и четкая административная организация.

Важнейшую роль играет не только четкое формулирование политики, включая основные цели и инструменты ее осуществления. Политика должна быть понятна и благоприятна для иностранных инвесторов, принимать во внимание их собственную практику и интересы. В этой связи надо учитывать, что процесс

[1] См. Иностранные инвестиции в России: проблемы и перспективы. М.: Информарт, 1993.

закрепления иностранного инвестора на российском рынке проходит, как правило, несколько стадий: разведка инвестиционных возможностей; принятие решения о выходе на рынок; переговоры с партнерами в России, включая правительство; заключение контрактов; непосредственное инвестирование капитала. С учетом этого особенно важны четкость и последовательность инвестиционного режима. Сохраняющиеся в российской практике изменения законодательства, равно как и запутанность, неясность правовой базы повышают риск, сокращают для инвестора приемлемый уровень нормы прибыли или даже заставляют его отказаться от первоначальных намерений.

Неопределенность компетенции различных государственных учреждений в области привлечения и использования иностранных инвестиций дезориентирует и отпугивает зарубежных партнеров. В первую очередь это относится к средним и мелким фирмам. Запутанность административного режима порождает сложные бюрократические процедуры и, что еще хуже, коррупцию чиновников различных уровней. Практика многих стран выявила ряд ключевых проблем, возникающих при формировании административного режима для иностранных инвестиций. К их числу относятся выбор между регистрационной и разрешительной системой создания предприятий с иностранным участием, соотношение льгот и ограничений для иностранных инвесторов, критерии отбора партнеров для переговоров и заключения контрактов, распределение обязанностей органов исполнительной власти в зависимости от уровня принятия решений — практическая реализация принципа one-stop shopping, когда основные решения принимаются в одном месте. Коль скоро общая правовая база и система экономических льгот сформулированы в рамках правительственной политики и отчасти закреплены законодательно, административное обеспечение играет важнейшую роль. В период трансформации экономики координацию действий в области иностранных инвестиций наиболее целесообразно осуществлять путем создания единого правительственного органа, обеспечивающего регулирование, разнообразную помощь и, в случае необходимости, защиту интересов инвесторов.

Сложившийся административный режим для иностранных инвесторов отражает несколько основных факторов: существующее законодательство, традиции бюрократии, децентрализацию

управления в стране. Законодательная база до сих пор не отвечает требованиям, обеспечивающим массовый приток иностранных инвестиций. Декларируя свободный доступ и регистрационный порядок, нынешняя система исходит из необходимости правительственного решения по всем инвестициям свыше 100 млн руб. Фактически в России существует только один уровень окончательных решений — само правительство. Все ответственные решения принимаются за подписью вице-премьера, что означает консенсус между полудюжиной ключевых министерств. Традиции бюрократии предполагают стремление каждого вовлеченного ведомства в центре и на местах контролировать каждое решение и ставить «самоуважение» выше интересов дела. Наконец, развал СССР и быстрая, далеко не всегда организованная децентрализация управления усилили неопределенность в процессе принятия решений. В итоге все уровни одного органа власти и все органы утверждают, что они «главные» в том или ином вопросе.

На практике процесс поиска партнера иностранной фирмой или предложение проекта осуществляются на любом уровне: предприятия, местные власти, министерства. Но далее начинается процесс согласования смежных условий проекта между фирмой и правительством: гарантии, налоги, тарифы, экспортные лицензии, оффшорные счета, бартерные сделки, приватизация, включение в кредитную линию, экспертиза проекта, снятие секретности, получение лицензии на месторождение, одобрение местных властей. Изменение уровня налогообложения вообще должно быть одобрено Верховным Советом в случае каждого отдельного проекта. А.Астапович[1] раскрывает сложившийся к настоящему моменту механизм принятия решения по иностранным инвестициям и приводит длинный список ведомств, дающих собственные заключения практически по любому крупному проекту. Не удивительно, что со стороны действующая в России процедура представляется исключительно забюрократизированной.

В настоящее время в целом ряде министерств и ведомств Российской Федерации созданы структурные подразделения по вопросам иностранных инвестиций, включая министерства экономики, внешнеэкономических связей, топлива и энергетики, Государственный комитет по управлению государственным иму-

[1] См. Иностранные инвестиции в России: проблемы и перспективы. М.: Информарт, 1993.

ществом. Антимонопольный комитет. В определенной мере они дублировали работу Комитета по иностранным инвестициям. Дублирование сохраняется и в отношении вновь созданного Российского агентства международного сотрудничества и развития (РАМСиР). Аналогичные структуры учреждены также и на региональном уровне. Неопределенность компетенции различных ведомств дезориентирует и отпугивает иностранных инвесторов. В первую очередь это относится к средним и мелким фирмам. Очевидно, что целесообразнее было бы добиться положения, когда РАМСиР реально координировал бы ключевые вопросы, связанные с разработкой и реализацией политики в области иностранных инвестиций.

4.3. Старая боль нового правительства[1] (1996)

Выборы Президента открывают новый цикл в экономической политике страны. Выход из затяжного пореформенного кризиса должен прийтись именно на этот период, поскольку никакой кризис не вечен.

Пора, похоже, заново взглянуть *на фактически сложившийся хозяйственный механизм* и подумать, не имеем ли мы дело *сею системным кризисом*. Надо попробовать определить глубину разрыва между «относительно нормальными» рыночными условиями функционирования бизнеса и фактически сложившимися — можно ли ждать саморегулирования от этого рынка, стандартных рыночных эффектов на микроуровне. Ведь самый *глубокий парадокс российской трансформации* состоит в том, что макростабилизация в основном проводилась по обычным международным методам, а реформы на микроуровне были преимущественно домашним уникальным изобретением, вне теории и практики на Западе. Великоросская гордость за последнее оставляет все-таки место для червя сомнений — легко ли (быстро ли) таким контрастным реформам на макро- и микроуровнях трансформироваться в нормальный механизм. Это как случай с имплантацией — кто кого ассимилирует.

Можно отложить этот анализ до зимы и: а) дебатов в Думе об исполнении бюджета 1996 г. и бюджете на 1997 г.; б) прояснения ситуации в многоугольнике «сбор налогов — ГЮЭ — напряжение в банковском секторе — неплатежи и т.п.; в) появления «опять обещанных» одним бизнесменом миллиардов долларов иностранных инвестиций.

Мы намерены начать с того, чтобы бросить быстрый взгляд на механизм накопления в пореформенной экономике. Устойчивый экспорт сырьевых товаров и полуфабрикатов, выполнение денежной программы, согласованной с МВФ, и ощутимые дефля-

[1] *Григорьев Л.М.* Старая боль нового правительства // Московские новости. 21–28.07.96.

ционные эффекты составляют, по-видимому, ту положительную исходную базу, от который мы ждем роста капиталовложений. Что же препятствует им?

Риски

Общее мнение инвесторов, своих и иностранных, состоит в том, что в России слишком высоки политические, правовые, налоговые и коммерческие риски. Можно ли их радикально сократить и выйти на приемлемые условия инвестирования? Ответ носит не слишком утешительный характер: да, но не сразу. Политический риск страны в глазах соотечественников обычно ниже, чем в глазах внешних наблюдателей. Последние склонны доверять реальным историям делового успеха или выполнению обещаний теми государственными деятелями, к которым они привыкли за несколько лет. Новые обещания новых лиц могут отложить принятие решений на время анализа и «привыкания». Пример последовательности дает Венгрия, которая поддерживала климат для иностранных инвесторов с начала 90-х годов. Результат — 11 млрд долл. прямых инвестиций за 1991–95 гг., в том числе 4,5 млрд долл. в 1995 г., что на порядок больше, чем в нашу столь обильную соблазнами экономику.

Снижение политических рисков является не поводом, а предварительным условием прямых инвестиций. В известной степени это относится и к правовым рискам — неопределенности с правом собственности на землю, выполнением контрактов, уровнем налогов и проч. Малейшая угроза потери репутации для крупных компаний в вопросе о коррупции или угроза «наезда» снова замедляет проекты и отражается на репутации нашего бизнеса за рубежом — его легко обвинить в чем угодно со ссылкой на «внутреннюю» практику.

По многим проектам, особенно по масштабным и долгосрочным, откладывание проекта на год при надежде инвестора на снижение налогов на время жизни проекта — практика нормальная. Задержка для инвестора не имеет решающего значения, но она составляет тяжелую потерю темпа в развитии для нашей страны. Пример оттяжки с рядом масштабных проектов в нефтегазовой промышленности. Это же относится и к ряду проектов международных финансовых организаций.

Если называть вещи своими именами, *Россия проиграла конкуренцию за иностранные капиталы* (которую у нас просто проигнорировали) в первой половине 90-х годов. Часть капиталов ушла в Турцию и Восточную Европу, еще больше (особенно машиностроительных и фармацевтических) — в Китай. Часть инвесторов, по-видимому, потеряна надолго — до масштабного экономического подъема во всем регионе бывшего СЭВ, поскольку западные фирмы определенное время смогут удовлетворять спрос со своих предприятий «вокруг» России. Вложения в нефтегазовую промышленность в мире в эти же годы продолжали расти в других регионах мира, пока мы все ждем «своих» 100 млрд долл.

Представляется, что внутренняя дискуссия о необходимости допуска иностранного капитала, условий его прихода и прочее страшно затянулась (пять лет!). Надо, наконец, решиться на главное — *обеспечение нормальной прибыльности проекта на протяжении его жизни,* «экранирование» крупных вложений от наших внутренних передряг. Это нормальная практика всех стран, которые хотят привлечь внешние инвестиции. Единый режим накопления для всех инвесторов — это важная цель, которая, пожалуй, еще нигде в чистом виде не достигнута. Так ли для нас важно быть первыми в мире по чистоте воплощения теории? Или нам нужно выйти из ситуации с отрицательной нормой чистого накопления?!

Незавершенность борьбы за контроль

Теория и практика нормальной рыночной экономики предполагает, что эффективность предприятий зависит наряду с конкурентной средой от давления собственников на менеджеров предприятий с целью роста стоимости фирмы. Это давление уравновешивает давление со стороны заработной платы, исключает действия менеджеров «в карман себе» и в ущерб долгосрочным интересам бизнеса. Одна из проблем нынешней ситуации в приватизированной экономике — незавершенность борьбы за контроль над предприятиями. Финансовая элита закрепляет свои позиции не путем инвестирования, расширения капитала, а путем закрепления госактивов, консолидацией контроля. Акции большинства предприятий малоликвидны и малодоходны, что нормально для первых лет после массовой приватизации. Пока финансовые по-

средники все еще выбирают в свою пользу разницу между ценой приватизации и рыночными ценами. Наконец, менеджеры не уверены в своих позициях и пытаются приватизировать в свою пользу текущие кассовые поступления.

Примеры серьезных успешных инвестиционных проектов отражают обычно случаи, в которых ясно, кто именно собственник, причем оный уверен в своей способности получить прибыль от проекта в будущем. Но на большинстве предприятий борьба между менеджерами, остатками владения акциями трудовых коллективов, группами частных инвесторов, фондов, иногда еще и государства, продолжается. Поскольку массовая приватизация исключает возможность прямой передачи активов эффективному собственнику, то мы пока держим курс на ускоренное создание механизмов для рыночного перераспределения акций. Однако законы вторичного рынка специфичны — большинство инвесторов заинтересованы в получении быстрого курсового выигрыша при купле-продаже акций, Если же внешние инвесторы пытаются взять контроль, то наталкиваются на жесткое сопротивление фактических (часто весьма зубастых) групп контроля. Пока основной «быстрый» доход в приватизированном секторе можно получить либо путем контроля кассовых поступлений, либо перепродажи акций. Пока не консолидируется контроль собственников отдельно от менеджеров (или менеджеры полностью возьмут контроль над предприятиями), трудно ожидать от участников этой игры капиталовложений и/ или риска потери контроля при привлечении внешних крупных инвесторов. Конфликт интересов, конечно, рано или поздно будет разрешен. Но пока мы имеем конфликт между методом и целью — бурным развитием финансовых рынков прежде, чем произошла консолидация контроля. Этот процесс отдаляет тот момент, когда собственник готов вкладывать не в борьбу за контроль, а менеджер не «уводит» средства на сторону, зато оба заинтересованы во вложениях в само предприятие, долгосрочном росте его рыночной стоимости, дивидендах и т.п. Группы контроля нашли противоядие против давления со стороны государства, которое старается действовать путем жестких бюджетных ограничений: неплатежи, лоббирование.

Высокий реальный процент

Совокупность рисков в России сложным образом взаимодействует с уровнем доходности основных инструментов рынка и активов. Общеизвестно, что высокий уровень доходности ГКО оттягивает средства от вложений в реальные активы. Столь же ясно, что при цене привлечения ресурсов в 15–20% банки не могут снизить уровень своих ставок по кредиту, а это сразу отсекает большинство долгосрочных промышленных инвестиционных проектов. Ситуация первоначального накопления создала радикальный перекос в ожиданиях прибыльности от вложений. Быстрое обогащение на ваучерах и акциях провоцировало нетерпение «даешь состояние сразу» — этот психологический фактор, видимо, тоже играет свою отрицательную роль. Норма в 100% годовых (в рублях, а то и в долларах) воспринимается как нормальная. Если учесть падение инфляции, то реальный процент подлетел до 50% и более. Заметим, что в развитых странах он не выходит за пределы плюс-минус 3–4%. Накопление в реальные долгосрочные активы при такой цене конкурирующих спекулятивных вложений, доходности государственных обязательств или при такой цене привлечения капитала просто нереально.

Государство оказывается в сложной ситуации — предоставление или гарантирование средств по цене ниже рыночной не трансформируется пока в удешевление долгосрочного кредита для конечного получателя. Поэтому остается соблазн начать инвестировать из бюджета напрямую. Средств там нет — в первой половине 1995 г. финансирование госинвестиций просто встало. Придется проработать систему распределения рисков и гарантий при долгосрочных капвложениях с господдержкой. Само собой все наладится еще не скоро, причем потребуется общее снижение доходности финансовых инструментов в реальном выражении, чтобы капиталовложения получили шанс на выживание. Одновременно необходимо укреплять сложившуюся банковскую систему — другой в ближайшие годы взять неоткуда. Наверное, для нее устойчивость и доверие населения, предприятий должно быть важнее краткосрочной рентабельности. Повторение «пирамидальных» историй, крахов банков может затянуть формирование нормальной системы сбережений, обеспечивающих долгосрочные частные инвестиции.

Частные производственные капиталовложения — хрупкий элемент экономической жизни. Все-то ему вредит. Не случайно теория капиталовложений в рыночной экономике намного сложнее, а качество прогнозов инвестиций — намного хуже, чем по большинству других показателей. Нельзя относиться к инвестициям, как к чему-то самому по себе разумеющемуся — нужны серьезные основания для того, чтобы экономические агенты по цепочке «инвестор-банки-предприятия» взяли на себя риск и ждали годы, пока проект окупится. Поэтому ожидаемое рано или поздно оживление в экономике не гарантирует масштабного роста производственных инвестиций, даже при притоке иностранного капитала. Эта проблема стоит всерьез и надолго.

Структура капиталовложений играет огромную роль в их динамике. Жилищное строительство может быть довольно независимым от остальных компонентов накопления — как это и наблюдается у нас. Крупные инфраструктурные проекты в мире обычно поддерживаются центральными и/либо местными властями. Здесь огромная роль государства сохраняется в прямом виде. В наших условиях частный капитал не скоро потянет строительство крупных объектов самостоятельно. Поэтому концепция дифференциации отраслей и проектов, которую выдвигает Минэкономики, оставляет достаточно места дня частной инициативы, но не снимает с государства ответственности за процесс накопления в целом. Выход из кризиса с помощью накопления невозможен без помощи государства.

Стоит предупредить о двух важнейших аспектах оживления инвестиций, когда оно наконец произойдет. Во-первых, 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. Второй побочный эффект экономического подъема может выразиться в том, что соответствующий ввоз основного капитала приведет к ухудшению торгового и, соответственно, платежного балансов страны. Восстановление накопления, причем со спросом на национальную продукцию — это далеко не обязательно быстрый и легкий процесс, который пойдет сам собой вслед за окончанием кризиса.

4.4. Капитал всегда в дороге[1] (1996)

Проблема бегства капитала из России обсуждается непрерывно с 1992 г. Чаще всего она трактуется как криминально-моральный феномен, а не как экономическое явление, причем смешивается экспорт капитала с его бегством.

Страны со сколько-нибудь рыночной и открытой экономикой экспортируют и импортируют капитал. Даже СССР начал было в конце 1980-х годов поощрять СП (с целью передачи передовых технологий) внутри и вывозил огромные капиталы в виде предприятий для содействия развитию внутри и вне бывшего соцлагеря. Сальдо экспорта и импорта капитала, если оно положительно, можно объявить утечкой капитала (пример — СССР!), но это не делает его криминальным явлением.

Польза импорта капитала общеизвестна: экономический рост в США и России в конце XIX — начале XX века во многом базировался на европейских капиталах. На конец 1994 г. американцы имели всех активов за рубежом, по рыночной оценке, примерно на 2,8 трлн долларов, а иностранцы в США — на 3,4 трлн. Капитал пришел из Европы, Японии, а также из развивающихся стран — «на хранение» от политических рисков, несмотря на маленькие ставки процента (3% годовых на депозитах в банках) и в целом нормы прибыли по сравнению со многими странами. Однако в большинстве стран — экспортеров капитала — особых проблем с «утечкой» не возникает, поскольку такое движение капиталов — нормальное явление. Легально вывезенные и вложенные за пределами страны средства — не «бегство» по определению. В сущности, на уровне здравого смысла утечка (как в кране) возникает только в случае, когда правительство почему-либо препятствует экспорту капитала, ставит на его пути административно-правовые барьеры, а он уходит легальными и нелегальными.

Обычно препятствия вывозу капитала устанавливают развивающиеся страны с нестабильной политической обстановкой и/или финансовыми неурядицами. А частные капиталисты активно

[1] *Григорьев Л.М.* Капитал всегда в дороге // Московские новости. 17–24.11.1996.

вывозят свои капиталы, инвестируют их за рубежом и/или прячут в швейцарских банках. Классические причины бегства в России те же, что и везде — боязнь потери капитала в случае: экспроприации, гиперинфляции или резкой девальвации национальной валюты. Поскольку тонкость операций бизнесменов обычно намного выше, чем возможности правительств, то эффективно предотвратить утечку еще никому не удавалось. Существует огромная литература: как регулировать движение капиталов и почему из этого все равно ничего не выйдет. Например, из Аргентины в 1970–1980-х годах утекло до 40 млрд долл., а в 1990-х после стабилизации порядка 20 млрд долл. вернулось. Не удался прямой контроль за движением капиталов во Франции, Мексике и пр.

Российский вывоз капитала в 1991–1996 гг. осуществлялся в условиях внезапной либерализации внешней торговли, операций финансового сектора в уникальной обстановке, когда все средства контроля были очень слабы и почти не применялись. Вывоз вели государственные и частные предприятия, вновь образовавшиеся банки. На наш взгляд, до известной степени это был экономически рациональный и неизбежный экспорт капитала, который должен обеспечивать функционирование предприятий и банков в условиях открытия экономики страны. Борьба с экспортом капитала в этом плане почти невозможна и нерациональна, поскольку подрывает положение российских экспортеров, которым нужны рабочий капитал за границей, дистрибутивные сети и проч. По существу, этот вывезенный капитал как бы уже амнистирован.

Но одновременно, конечно, шло и бегство капиталов. Принципиальное отличие российской «утечки» от обычного бегства — смена форм собственности по дороге на Запад (Восток, Юг). Она сопровождалась изъятием средств у предприятий в пользу других предприятий, с новыми владельцами. В процессе приватизации фактически борьба в эти годы шла, в первую очередь, не за владение активами, а за текущий контроль над кассовыми потоками. На фоне массовой приватизации и первоначального накопления капитала утечка его за рубеж была звеном в его приватизации в пользу индивидов (когда менеджеров, когда посредников дома и за рубежом) и в ущерб соответствующим предприятиям: невозврат экспортных доходов, завышение стоимости импорта — занижение экспорта, черный откат, квазикредитование и еще 400 способов. То есть происходило не только нарушение правил валютного

контроля и экспорта капитала, а целая цепочка экономических преступлений (во всяком случае, по западным понятиям).

Нет сомнений, что российская административно-правовая система была не готова в 1992 г. бороться с экспортом капитала на уровне предприятий (фирм), получивших полную свободу в области экспорта-импорта при неразвитом законодательстве и совершенно смещенных внутренних ценах. Вывоз капитала был важен и для приобретения собственности в России, так что морально-административные барьеры преодолевались сравнительно легко. Можно было бы попытаться извлекать разницу между международной ценой и внутренними ценами на товары в пользу казны, но это требовало бы ясности целей и существенных усилий со стороны правительства. Часть средств, ушедших на Запад, сыграла значительную роль в процессе приватизации и установления контроля над российскими предприятиями внутри страны и извне. Никто этому активно не противодействовал. В данных условиях перевод средств за рубеж представлял собой естественный элемент в процессе первоначального установления контроля. Можно сказать, что раздача национальных активов, установления контроля над ними (что было недорого) во многом осуществлялись на репатриированные капиталы.

Стоит напомнить, как специальная международная рабочая группа (FATF — Financial Action Task Force on money laundering) по борьбе с отмыванием денег формулирует четыре типичные стадии этого увлекательного процесса. Первая стадия — начальное преступление по получению незаконных доходов, подлежащих отмывке: наркотики, финансовые махинации, рэкет, нарушение валютного и налогового законодательства. Вторая — закачка средств в легальную финансовую (банковскую по преимуществу) систему. На этой стадии с такими капиталами в основном и борются (проиграв на первой). Третья стадия — быстрая переброска средств со счета на счет через подставные компании по всему миру с целью отмывки. В российском случае этот вопрос часто решался (или казалось, что решался) с помощью переброски за рубеж. Наконец, последняя стадия — реинвестирование в легальный бизнес отмытых средств. Когда Запад хочет от России включения в борьбу с отмыванием капитала, то речь идет в первую очередь о закрытии огромной дыры в оборонительных порядках развитых стран на востоке Европы по борьбе со своими преступниками

и нашими переселенцами. Идет соревнование между законом на Западе и скоростью придания полной белизны капиталам с российскими корнями (тем более лицом). С точки зрения истории — как мы знаем от Ильфа и Петрова — многие состояния нажиты нечестным путем. Проблема наших «отмывалыщиков» — раньше не было компьютеров, ксероксов, Интерпола и FATF. Угроза раскрытия природы того или иного капитала или характера контроля над предприятием, отраслью будет еще долго сохраняться. Нам — рядовым гражданам России — это может быть интересно в моральном плане и детективном, но экономически этот вопрос уже в общем решен, и не в нашу пользу.

Что делают российские деньги за рубежом? В начале 1990-х годов они лежали в западных банках (временами по 20 млрд долл., включая законные депозиты) под низкие проценты, слегка стимулируя развитие западных экономик. Оценки бегства российских капиталов разнятся, причем российские источники склонны давать по 10 и более млрд долл. в год, западные — более умеренны. На «утекшие» средства были куплены виллы, созданы существенные резервные сбережения на — черный (политический) день, что-то было потрачено на развлечения. Разумеется, эта часть российских средств не может вернуться в страну. Другая часть, видимо, уже находится в процессе возвращения и включилась в приватизацию, игру на рынке ГКО и другие основные национальные игры. Часть средств, которые наша статистика воспринимает как «иностранные прямые и портфельные» инвестиции, наверное, и есть долгожданные репатрианты. Принципиально важно то, что они возвращаются за высокими доходами, но защищены и западным священным правом частной собственности, и нашей формирующейся правовой системой. Они включились в мировой оборот капитала, ничем (кроме родимых пятен) от него не отличаются и могут прийти в родную экономику только на общих основаниях: стабильный политический, налоговый режим и прочее.

Теперь об алхимии возврата российских капиталов из-за рубежа. Россия вечно нуждается в чуде: тот или иной закон, стабилизация или еще что-нибудь должны быстро принести всеобщее счастье. Ждать и терпеть, платить за собственные ошибки не хочется. Соответственно, время от времени кто-то намекает на открытый им «надежный» способ возврата 15–20 млрд долл.

(почему не 50?). Обычно предлагают всего три способа возврата: отнять, просто амнистировать или заманить и амнистировать.

Допустим, что наши (и не только) спецслужбы знают, кто куда переводил средства. Но ушли годы, эти средства давно во что-то вложены, возможно, в России. Для их изъятия по суду нужно каждый отдельный вывезенный миллион доказать, что он — не обычный товарный экспорт. На каждый элемент собственности на Западе нужно предъявить серьезные доказательства криминального происхождения средств от соответствующего суда. Продолжительность и стоимость процесса исключают быстрые существенные результаты, не говоря уже о том, что в стране с полутысячью нераскрытых заказных убийств в год легальное расследование миллиардов, наверное, было бы затруднительным. Второй подход — объявить амнистию и ждать, когда просветленные изгои изволят вернуться. Очень интеллигентно, но неизвестно, почему владельцы средств осознают вдруг свои ошибки. Наконец, остаются три фундаментальные проблемы амнистии беглых капиталов: как зафиксировать факт возврата, от каких преступлений и нарушений можно амнистировать, как совместить амнистию и (перерегистрацию) амнистированных? По первой проблеме это могут быть только вложения в госбумаги — ну не перевод же депозитов в российские банки! Для прямых инвестиций нет никакой нужды в амнистии — их только и ждут уже пять лет день и ночь. Освобождения от ответственности за нарушения валютного контроля недостаточно — мало кто реально волнуется по этому поводу. Тут придется амнистировать по способу первичного происхождения капиталов, от всей совокупности возможных преступлений.

Вряд ли такой закон возможен и выполним, вряд ли в него поверят. Наконец, если амнистия обусловлена покупкой государственных бумаг — то чем она отличается от регистрации при «явке с повинной»? Третий подход обычно исходит от тех, кому очень хочется 15 «биллиардов», но не знают, как к ним подобраться. Они чаще всего предлагают создать или использовать существующее солидное учреждение и пригласить этих корейко 1990-х туда по поводу амнистирования отмытых капиталов с выдачей оным квитанции (индульгенции) в инвестировании средств.

Утечка капитала в 1994–1995 гг. постепенно перестала быть столь заметным макроэкономическим явлением — хотя «пропус-

ки и ошибки» (статья, в которой обычно ищут утечку) в платежном балансе России в 1995 г. составляет под 10 млрд долл. Оценить «истинную утечку», отделив ее от разумного экспорта капитала, очень трудно. Средства, ушедшие за границу в годы реформы, стали в основном личными капиталами. Они были прямым вычетом из прибылей, а то и издержек предприятий нефтегазовой промышленности, цветной и черной металлургии, лесной промышленности, торговли и проч. Они точно не стали инвестициями, равно как и налоговыми поступлениями государства. Можно считать их инвестициями, перешедшими в потребление. Могли ли бы они стать производственными капиталовложениями — неизвестно, но подкрепить национальную финансовую систему они могли. Соответственно, это существенный вычет из потенциала экономического роста. Чего нет — панацеи или сундука, в который страна (правительство) могла бы заглянуть в трудную минуту. Есть множество индивидуальных кошельков, зажатых в крепких руках. Российская экономика может рассчитывать на определенный приток этих средств в условиях подъема и внутренней стабильности. На общих основаниях!

4.5. Структурная политика[1] (2000)

Структурная или в более узком понятии промышленная политика представляет собой составной конгломерат различных мер экономической политики, воздействующих на экономическую жизнь и положение отраслей и предприятий путем специальных государственных решений, а не только общими благоприятными условиями хозяйствования. Она охватывает все прямые и косвенные меры экономической политики, направленные на изменение структуры экономики (промышленности), региональной политики и политики поддержки того или иного типа бизнеса (малый, иностранный и т.п.). Промышленная политика широко используется в мире не только для вмешательства в конкуренцию, защиту национальных рынков и даже создание новых отраслей экономики как развитыми, так и развивающимися странами. Есть примеры как успешной, так и совершенно провалившейся политики такого рода. В 1990-е годы, по мере формирования более эффективных рынков и создания системы международных договоров (особенно ВТО) по ограничению произвола правительств, многие традиционные методы промышленной политики постепенно уходят в прошлое.

С развитием рыночного хозяйства формируется система отраслевых ассоциаций, многослойная система регулирования, подстраховывающих в развитых странах отсутствие прямых действий государства. Всевозможные нетарифные ограничения, двусторонние (иногда «добровольные») межстрановые соглашения по ограничению экспорта являются лишь наиболее яркими и широко обсуждаемыми примерами вмешательства государств в рыночные процессы. Разумеется, нет стран, в которых вопросы промышленной политики не решались бы тем или иным образом — чистого рынка еще не создано. Термин «промышленная политика» стал своего рода запретным в теории, особенно когда он ассоциируется с льготами, субсидиями и поддержкой неэффективных отраслей и предприятий. В то же время большинство стран мира применяют те или иные меры для стимулирования развития тех или иных

[1] *Григорьев Л.М.* Раздел 7 Главы 3 Обзора БЭА за 1999 год. С. 107–114.

отраслей. Необходимо отметить, что совокупность мер (на уровне законов, отраслевых средств защиты и государственной политики) по защите внутреннего рынка часто создает по существу довольно эффективную промышленную политику, направленную на защиту рабочих мест от импорта или поддержку экспорта в странах, которые декларируют отсутствие промышленной государственной политики. Чем ближе условия хозяйствования к конкурентному рынку, тем меньше необходимость в каких-либо корректирующих мерах извне собственно микроуровня. По мере формирования конкурентоспособных компаний, развития финансового сектора в развивающихся странах устанавливаются условия для участия в современной глобальной конкуренции.

В российских условиях есть несколько очевидных направлений промышленной политики. Во-первых, это традиционная защита национального производителя и поддержка экспортера. Во-вторых, это инфраструктурная политика и государственные инвестиции. В-третьих, это периодически возникающие идеи о создании новых высокотехнологичных отраслей промышленности. В этом контексте возникает проблема функций Банка развития, если он будет реально создан. Наконец, в-четвертых, это проблема тарифов и инвестиций естественных монополий.

После девальвации 1998 г. защита внутреннего рынка в России специальными мерами на какой-то период стала в сущности неактуальна. Поддержка экспорта могла бы быть полезной в области создания системы экспортного кредитования для машиностроения, что было бы в сущности лишь выравниванием условий конкуренции. Экономическая теория активно противостоит активной политике защиты производителя и стимулирования прямых инвестиций в страну. В то же время практика развитых стран в 1990-х годах свидетельствует об усилении конкуренции за прямые инвестиции, об острых торговых противоречиях в рамках ВТО. Необходимо отметить, что совокупность мер (на уровне законов, отраслевых средств защиты и государственной политики) по защите внутреннего рынка часто создает по существу довольно эффективную промышленную политику, направленную на защиту от импорта или поддержку экспорта в странах, которые декларируют отсутствие промышленной государственной политики.

Россия, возможно, могла бы еще попробовать старомодные средства развития некоторых узких отраслей и производств в об-

ластях перспективных высоких технологий, без которых большая страна не может вести глобальную конкуренцию, оказав им государственную поддержку. Возможность прямых налоговых льгот для той иной отрасли (или региональной политики выравнивания) зависит от политической воли и возможностей бюджета. Однако идея чрезвычайно трудно реализуема по политическим мотивам (конкуренция отраслей, регионов). Практика предыдущих лет показала, что декларация равенства или национального режима для всех инвесторов сопровождается массой частных государственных решений по крупным проектам. Отойти от подобной практики уже было бы новой промышленной политикой.

Возникающие время от времени идеи создания или ускоренного развития отраслей высоких технологий упираются в две группы проблем. Во-первых, это сложность выделения действительно приоритетной отрасли при огромном потенциале в различных сферах науки, претендующих на прорыв и огромные выгоды при условии дополнительной поддержки. Во-вторых, опыт создания новых отраслей в области информационных технологий в Ирландии и Индии показывает, что успех в большой мере был обеспечен различными льготами, созданием (за счет государства) удобной инфраструктуры для частных компаний, а также (что особенно важно для России) снятием множества практических административно-бюрократических препятствий для иностранных и собственных предпринимателей.

Государственные инвестиции

Государственные инвестиции, включая вложения государственных компаний, инфраструктурные проекты на региональном и местном уровне, будут сохранять свое значение как инструмент промышленной политики. Но при этом должны быть четко определены принципы отбора проектов и участия государства в их реализации. В развитых странах уровень государственных инвестиций постепенно снижается с 4,5% ВВП в 1978–1985 гг. до 3,6–4% ВВП в 90-х годах. В Японии и странах ЮВА уровень государственных инвестиций сохраняется в пределах 6,8–8% ВВП[1]. Учитывая огромные масштабы, неравномерность расположения ресурсов и инфраструктуры, России предстоят в ближайшие деся-

[1] См.: World Economic Outlook, IMF, April 2000. P. 183–184.

тилетия большие вложения в инфраструктуру, часть которых, видимо, придется финансировать из ресурсов консолидированного бюджета. Частный бизнес вряд ли сможет поднять такие проекты как создание крупных трансфертных транспортных терминалов (аэропортов, морских и речных портов, железнодорожных узлов) для обеспечения грузо- и пассажиропотоков между Европой и Азией. По мере развития рынка долгосрочного капитала и прихода в страну иностранного прямого капитала эта нагрузка начнет снижаться, хотя эта возможность лежит за пределами первой фазы. 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).

Особняком стоит проблема вложений через Банк развития. Существование корпораций и банков развития в мире — это своего рода анахронизм, но чрезвычайно широко распространенный. Такого рода институты, разумеется, не являются самоцелью, а оказывались инструментом правительств, не нашедших других средств обеспечения устойчивого финансирования накопления в стране. Относительно успешный опыт ряда зарубежных стран (Япония, Бразилия) в этой области показывает, что на определенных стадиях развития страны могут применять государственные средства для решения отраслевых проблем, кредитования малого и среднего бизнеса. Такие банки и подобный способ кредитования заведомо дуалистичны и уступают по эффективности обычному кредитованию коммерческими банками различных инвестиционных проектов. Суть их — в низких ставках за кредит, доступности кредита компаниям, которых по отсутствии кредитной истории отвергнут обычные банки, доступности кредита малому бизнесу. Такие инструменты развития были бы более естественны как переходный инструмент от государственных инвестиций к рынку примерно году в 1990–1993. Однако долгосрочный кредит в России по-прежнему отсутствует, что создает неизбежный стимул попробовать паллиативы. Способность поддерживать уровень накопления в приоритетных (инфраструктурных или высокотехнологичных) отраслях или дать доступ малому бизнесу к источни-

кам кредита по субсидированным ставкам иногда перевешивает соображения немедленной эффективности.

Важны принципы функционирования таких институтов, возвратность кредитов, ограничение доступа в те сферы накопления, где успешно действует частный капитал и где такие институты только подрывали бы эффективность принципов отбора проектов. Аналогично, речь идет о вложениях в физические активы, а не оборотные средства и т.п. Желательно (пример Банка развития Бразилии), чтобы коммерческие банки брали на себя значительную часть коммерческих рисков. В сущности речь идет даже не капитале, а о снижении ставок процента для долгосрочных медленно окупаемых проектов.

Источником ресурсов таких банков является либо бюджет, либо специальный налог (Бразилия). Возможно создание долгосрочных инструментов заимствования, но это в долгосрочном плане все равно становится частью бюджетного финансирования. Важно, чтобы процедуры и принципы кредитования Банка развития максимально соответствовали общим рыночным принципам инвестиционного кредитования, в максимальной степени использовалось разделение рисков и ответственности с коммерческими банками (пример Бразилии). В этой связи судьба российского Банка развития зависит от решения трех ключевых вопросов: источник средств, принципы отбора проектов и управления Банком, возврат средств. Строго говоря, только уверенность в возврате даст возможность применять квазикоммерческие принципы отбора и искать источник средств.

Проблемы естественных монополий

Наконец, одной из наиболее трудных проблем страны является вопрос о тарифах естественных монополий. Но ситуация у каждой из них весьма различна. Тарифы железнодорожного транспорта фактически оказываются решающим фактором конкурентоспособности (или степени конкурентоспособности) товаров, произведенных во внутренних регионах страны, как на внешних рынках (уголь, лес, металлы), так и в других регионах страны. Тарифы на пассажирские и товарные перевозки определяют в большой степени способность огромной страны поддерживать связность экономической жизни на переходном периоде, то есть до того, как рыночные силы сформируют более эффективное размещение

производительных сил в географическом отношении. Можно ожидать, что политические факторы будут играть в этом отношении значительную роль.

Сфера энергетики в России является основной не только экспорта, но и поддержания производства, поскольку многие отрасли чрезвычайно энергоемкие (алюминий и проч.). В течение 1990-х годов фактически наблюдалась огромное недоинвестирование в отрасли энергетики. Это не было заметно при громадном снижении спроса внутри страны и переходу на коммерческие рельсы при экспорте в бывшие страны СЭВ и в СНГ (не полностью). Доля отраслей энергетики и энергоемких отраслей в выпуске продукции, занятости и инвестициях существенно выросла. Возобновление роста ставит вопрос о том, сможет ли нынешняя энергетическая инфраструктура выдержать подъем. Оценки потребностей энергетики в целом при быстром экономическом росте без изменения структуры ВВП и промышленности может привести к появлению «пробок» в развитии, особенно региональных. Вопрос об стимулах к накоплению внутри страны для данного сектора, как компании собираются решать эти проблемы во многом зависит от стратегии развития страны, особенно в области тарифов.

Постоянные трения между Газпромом и РАО ЕЭС являются отражением структуры их рынков, финансирования[1]. Сравнительно разрозненные и экономически слабые клиенты РАО ЕЭС (население, бюджетники) часто не в состоянии устойчиво оплачивать потребляемую электроэнергию. Это ставит электроэнергетику в сложное положение перед поставщиками топлива, прежде всего Газпромом, который при огромных неплатежах внутренних потребителей в состоянии поддерживать свое функционирование за счет экспорта. Практически железнодорожные тарифы, тарифы на газ и электроэнергию регулируют экономическую эффективность добычи и доставки угля, структуру топлива на ТЭЦ и т.п. Фактически на три монополии приходится подавляющая доля государственных инвестиций в стране. Проблема заключается в низкой транспарентности финансов монополий. Естественным шагом в области промышленной политики могло бы стать утверждение бюджетов, особенно инвестиционных, по всем государственным монополиям (находящимся под государственным контролем).

[1] См.: Обзор БЭА за 1997 год. С. 290–338 (гл. 8 «Естественные монополии»).

В условиях неразрешенного кризиса неплатежей задолженность естественным монополиям стала своего рода коммерческим кредитом, который действует в отсутствии банковского кредитования. Фактически такой кредит стал своего рода средством воздействия на рынки и перераспределение собственности.

Естественными целями экономической политики после кризиса, в условиях приспособления к глобальной конкуренции, остаются: загрузка физического и человеческого капитала, имеющегося в стране; использование конкурентных возможностей страны для развития; повышение роли обрабатывающей промышленности в экспорте в предвидении снижения роли и возможностей (а также зависимости) от сырьевого экспорта. При увеличении темпов роста ВВП страна, при сохраняющейся структуре производства, может быстро столкнуться с энергетическими ограничениями[1]. Дело в том, что рост ВВП в нынешней энергоемкой структуре должен сопровождаться огромным наращиванием инвестиций в энергетику уже в ближайшие годы. Но возможности вложения огромных средств для поддержания энергоемкой структуры производства ограничены отсутствием финансовых ресурсов у государства и высокими рисками для компаний. Иностранные инвестиции, естественно, останутся, лишь вспомогательным средством, хотя в некоторых отраслях и регионах они могут играть весьма значительную роль.

Здесь неизбежно возникает разлад отраслевых интересов в отношении источников финансирования развития и направлений инвестирования. Интересы долгосрочного развития страны требуют поддержки информационных технологий, науки и образования. Поддержание статуса страны как великой нации в области науки и культуры, обороноспособности приведет к краткосрочным запросам на бюджетные средства. Основная масса экономических агентов гражданской экономики объективно заинтересована в реформе налоговой системы и стимулировании инвестиций. Экспортные отрасли будут выступать против попыток перераспределить тем или иным образом рентные доходы в пользу инвестиций в другие сектора экономики, потребностей государства и потребления.

[1] Масштаб необходимых инвестиций в сектор оценивается самими энергетиками в величины порядка полутриллиона долларов в следующие двадцать лет.

Интеграция в мировую экономику

В условиях незавершенности реформ, нехватки инвестиционных ресурсов, растущего отставания от ведущих стран мира Россия стоит перед сложным выбором — остаться преимущественно экспортером невосполняемых топливно-сырьевых ресурсов, или попытаться адаптироваться к условиям глобальной конкуренции, найдя свою нишу на мировых рынках товаров и услуг. Результат в этом случае прямо зависит от успеха структурной перестройки и модернизации экономики в целом, закрытия неконкурентоспособных производств. Потенциально конкурентоспособность страны связана не с сохранением прежней структуры, формировавшейся в условиях плановой экономики и отягощенной малоэффективными отраслями тяжелой промышленности, а с поиском сфер, прежде всего высокотехнологичных, где Россия может добиться прорыва на новых для себя рынках. Основой достижения этой цели мог бы стать комплекс последовательных мер, которые позволят использовать преимущества международной торговли.

Прежде всего, необходимо завершить переговоры о вступлении России в ВТО. В этом случае должны приниматься во внимание два важных фактора: а) необходим сбалансированный учет интересов России в области товарной торговли (условия таможенно-тарифного разоружения) и торговли финансовыми услугами (определение условий допуска нерезидентов на внутренний рынок); б) чем дольше будут затягиваться переговоры, тем хуже будут конечные условия для России, поскольку она не сможет требовать обширных исключений в своих обязательствах, которые получили страны на более ранних стадиях присоединения к ВТО.

К числу других необходимых мер в области международной торговли относятся:

- либерализация торгового режима с постепенной отменой мер по защите внутреннего рынка, которых Россия может добиться на первом этапе (при политике низкого курса рубля в ближайшие годы специальная защита не будет играть большой роли);
- стимулирование экспорта конкурентоспособной российской продукции, в том числе на новые для России рынки;
- упрощение системы (сокращение числа статей) импортных тарифов;

- создание системы кредитования экспортных контрактов в несырьевых отраслях;
- создание правового и инфраструктурного обеспечения торговли научной продукцией.

Особую группу составляют меры по укреплению конкурентоспособности России как реципиента капитала, включая:

- создание стабильного административно-правового режима;
- формирование системы гарантирования и страхования инвестиций;
- урегулирование противоречий между центром и регионами в отношении иностранных инвесторов;
- ликвидацию всех основных административных барьеров в сфере иностранных инвестиций.

Независимо от декларируемой политики большинство стран придерживаются в решении таких вопросов смешанной стратегии: создание базисных условий для эффективного функционирования рынков и решения стратегических проблем при одновременном прагматическом решении текущих проблем методами промышленной политики. Правительство РФ время от времени дает достаточно четкие сигналы, что намерено поддерживать, инвестировать, гарантировать инвестиции в приоритетных отраслях промышленности, особенно в космической, авиационной и иных отраслях с большим заделом. До сих пор, однако, недостаток финансовых ресурсов и слишком широкие запросы отраслей в любом случае не позволяли правительству проводить селективную политику поддержки. Одной из ключевых проблем будущего развития страны является следующая: решится ли правительство на селективную поддержку, найдет ли ресурсы, сумеет ли удержаться в рамках жесткой селективности. Государственных ресурсов при любой политике не хватает на всех даже в развитых странах, тем более успех развития отраслей в России должен опираться на инициативу частного бизнеса везде, где это возможно, и на концентрацию ограниченных ресурсов государства на узких ключевых звеньях.

4.6. Бегство капитала[1] (2000)

Проблема бегства капитала из России в течение 1990-х годов находится в фокусе внимания российских и зарубежных государственных деятелей и средств массовой информации. Сложилась, в частности, совершенно особая мифология о том, что «убежавший» российский капитал пытается вернуться на родину или что специальными мерами можно его заставить вернуться в российскую экономику, например, с помощью амнистии. Ушедший за рубеж за последнее десятилетие капитал наравне с долларовыми сбережениями населения «в матрацах» рассматриваются политиками как некий неиспользуемый резерв развития страны. Конечно, это несколько сродни поиску источника экономического чуда в тяжелой ситуации, причем этот поиск возобновляется каждым следующим правительством.

Перевод обсуждения проблемы бегства капиталов из экономической в преимущественно политическую плоскость привел также к возникновению неимоверной понятийной путаницы, когда в качестве синонимов, описывающих международное движение капиталов, используются термины «вывоз», «бегство», «утечка», «экспорт», «отток» и т.д. Не претендуя на выработку строгой терминологии, в данной работе мы все же попытаемся более четко разделить различные понятия, относящиеся к проблеме вывоза капитала за границу. Термином «вывоз» мы будем обозначать всю сумму капитала, переведенного за границу, подразделяя его на легальную часть — «экспорт капитала», и нелегальную или полулегальную — «бегство капитала».

Осуществленная за годы реформ либерализация экономики естественно привела к развитию обмена капиталом между Россией и окружающим миром, в чем нет ничего удивительного. После того, как правительство либерализовало цены и внешнеэкономическую деятельность, российские крупные предприятия начали создавать зарубежную инфраструктуру для обеспечения своего экспорта, импорта и кредитования. Точно так же крупные российские частные и государственные компании и банки неизбежно

[1] *Григорьев Л.М., Косарев А.Е.* Глава 16 Обзора БЭА за 1999 год. С. 349–372.

нуждались в зарубежных активах на частном уровне. Объективная основа вывоза капитала из России определяется, прежде всего, необходимостью обеспечения огромного международного товарооборота и его коммерческого кредитования.

К сожалению, вплоть до настоящего времени регулирующие органы сохраняли по сути, «советское» отношение к вывозу капитала, рассматривая все операции в этой сфере как незаконные или, в лучшем случае, «неправильные» действия субъектов рынка, которые следует максимально ограничивать. На самом деле четко отделить экономически оправданный *экспорт* капитала из России, связанный, среди прочего, с созданием сбытовых сетей, закреплением перспективных активов и расширением возможностей функционирования российских компаний на мировом рынке, от собственно *бегства* капитала вряд ли возможно, во всяком случае без обширного специального исследования. Так что пока приходится рассматривать весь нелегальный, по российским законам, вывоз капитала как «бегство», хотя, с точки зрения валютного контроля и налогообложения, нелегальный вывоз российского капитала частично включает экономически оправданный и эффективный экспорт капитала, принимающий нелегальную форму из-за несовершенства законодательства.

Причины вывоза капитала из развивающихся стран и стран с переходной экономикой, в том числе из России, обычно трактуются как уход капитала от страновых рисков, попытку стабилизировать условия реинвестирования, стремление укрыть капитал, выведенный из оборота контролируемых предприятий за рубеж в личное владение и пользование. Эта простейшая трактовка, безусловно, отражает пореформенные реалии российского капитализма — «кража у своего предприятия». Однако она недостаточна, как неадекватно и предположение о классическом поведении экспортеров капитала в зависимости от политических и экономических рисков. Эта важная комплексная проблема стала предметом серьезных исследований, анализирующих как практическое целеполагание бизнесменов, так и многие схемы и аспекты вывоза капитала[1]. Масштабы вывоза также оцениваются весьма по-разному: от нескольких миллиардов в год до сотен миллиардов за прошедшее десятилетие. Надо полагать, что и борьба с вывозом

[1] См., например: *Гвоздева Е. и др.* Междисциплинарный подход к анализу вывоза капитала из России // Вопросы экономики. 2000. № 2. С. 15–45.

капитала, и анализ зарубежного опыта, и сравнительный анализ, и углубленные исследования этой важнейшей проблемы российской экономики 1990-х годов займут годы.

Общая оценка ситуации с потерей Россией капитала в 1990-е годы не может быть сведена лишь к констатации факта «бегства» и определения масштабов этого явления. Мы полагаем, что есть необходимость дальнейшего анализа целеполагания бегства капитала в увязке с российской спецификой отношений собственности и корпоративного управления в пореформенный период. Оценка масштабов вывоза капитала из России по платежному балансу и выявление схем вывоза должны быть увязаны с общим состоянием экономики. Процессы вывоза капитала должны быть осмыслены с учетом интересов и целей собственников и менеджеров, контролирующих кассовые потоки. Наконец, огромное значение имеют макроэкономические последствия бегства капитала.

Характер вывоза капитала

Понятие «бегство капитала» означает нелегальный вывоз капитала за границу, то есть вывоз, осуществляемый с нарушением каких-либо норм законов страны происхождения. Его не следует путать с понятием «экспорт капитала», то есть с вывозом капитала, осуществляемым при полном соблюдении всех требований закона. Характеризуемые этими двумя понятиями явления различаются не только по форме, но в еще большей степени по экономическому содержанию.

Экспорт капитала — нормальный экономический феномен, по определению подлежащий регулированию и не представляющий угрозы для национальной экономики. Экспорт капитала может способствовать экспорту товаров и поддержанию занятости, решению других национальных экономических проблем. Бегство капитала, напротив, свидетельствует о критическом уровне проблем в национальной экономике, низкой эффективности или бесперспективности внутреннего инвестирования. Оно ведет к обеднению национальной экономики, снижению возможных инвестиций и, таким образом, к дальнейшему ухудшению перспектив развития.

История знает много примеров бегства капиталов несмотря на сопротивление правительств соответствующих стран и даже групп стран. Одним из типичных примеров такого бегства был вывоз

капитала из стран Латинской Америки в 1970–1980-е годы[1]. Тогда десятки миллиардов долларов уходили из стран, обремененных тяжелыми внешними долгами. История повторяется — Россия вынуждена решать проблемы выхода из кризиса при давлении внешнего долга (точнее, необходимости его обслуживать) и интенсивном вывозе капитала.

Необходимо подчеркнуть, что «бежать» может капитал как криминального происхождения, так и легальный. Любая операция нелегального перевода капитала за рубеж является противозаконной, но источник капитала внутри национальной экономики сам по себе может быть абсолютно законным. Например, легально полученная прибыль, уводимая от налогов через бегство капитала за рубеж, становится частью правонарушения только после успешного нелегального вывоза из страны. А, например, вывозимые за рубеж доходы от торговли наркотиками или рэкета являются преступными уже по своему происхождению. Таким образом, процесс бегства капитала может быть связан с весьма разной степенью нарушений закона в зависимости от источника происхождения средств. В качестве примера можно провести параллель с определениями теневой экономики, принятыми в международной методологии и практике расчетов. В стандартах системы национальных счетов, утвержденных совместно ООН, МВФ, МБРР, ОЭСР и Евростатом, понятие нелегального производства состоит из двух частей: производства товаров и услуг, запрещенных законом, и производства законных товаров и услуг незаконным путем («СНС-93», п. 6.30).

В условиях переходного периода мы можем считать российский вывоз капитала результатом комбинации нескольких факторов. Разумеется, можно было ожидать значительного экспорта капитала в первые пореформенные годы для создания зарубежной экспортно-импортной инфраструктуры, с тем чтобы обеспечить нормальный доступ к мировым рынкам и кредитным ресурсам. В последнем случае важно было иметь ликвидный депозит в западных банках, чтобы стоимость кредита российскому клиенту не несла на себе всех российских коммерческих и политических рисков. Аналогичную роль играют поставки или запасы вывезен-

[1] Существует обширная литература по этой теме. См., например: Capital Flight and Third World Debt / Ed. by L.R.Lessard, J.Williamson / Institute for International Economics. Wash., 1987.

ной нефти и т.п. В то же время этот экономически оправданный процесс формально оставался в основном нелегальным вывозом капитала. Понятно, что начать этот процесс было легче, чем остановить. Разделить экспорт и бегство очень сложно, хотя можно представить, что соотношение с годами менялось в пользу второго.

Бегство капитала также имеет сложную целевую композицию. Оно охватывает, как правило, процессы, связанные со сменой видимого владельца капитала при пересечении границы, хотя фактически капитал остается в тех же руках. Перевод капитала в собственность новых юридических (или физические) лиц не обязательно является бегством: в наших условиях даже оправданный экспорт чаще всего сопровождался сложной операцией «прикрытия» и переводом на счета «дочерних» организаций и аффилированных лиц. Можно выделить несколько составных частей вывезенного капитала, хотя их количественное разделение крайне затруднительно:

- использование средств в качестве зарубежных ликвидных активов для обеспечения деятельности российского бизнеса;
- перевод в личную собственность и использование за рубежом;
- реинвестирование в российские акции для установления и поддержания контроля над предприятиями;
- реинвестирование в российские бумаги (ГКО и прочее) для спекуляции;
- собственно прямые инвестиции в российскую экономику, замаскированные и защищенные как иностранные инвестиции.

Часть вывоза капитала представляет собой вывод ликвидных активов из страны для уклонения от налогообложения и создания возможности расчетов за рубежом[1]. Неплатежи между предприятиями внутри страны частично компенсируются их взаиморасчетами с использованием зарубежным активов. В этом отношении бегство капиталов является выносом за пределы банковской системы страны части активов. Средства остаются в банковской системе мира и используются по назначению, но вне национального контроля. Это, разумеется, ослабляет регулирующую роль федеральных органов управления, эффективность макростаби-

[1] См.: Обзор БЭА за 1997 год. С. 44.

лизационных программ. Для предприятий это еще один способ смягчить бюджетные ограничения и сохранить свободу.

Другим немаловажным фактором вывоза является перевод средств из собственности предприятий в личную собственность владельцев и (или) менеджеров предприятий. Потом эти средства используются или для личного потребления и приобретения собственности за рубежом, или для вложения в акции для контроля над российскими акционерными обществами. Разделить объемы вывоза по целям, конечно, не представляется возможным. Вывезенный капитал включен в кругооборот мировой финансовой системы и защищен от претензий общего характера. Фактически только собственники предприятий могли бы стать той силой, которая требует возврата капитала своих компаний, однако этого трудно ожидать в значительных масштабах.

Перечисленные выше причины вывоза показывают, что этот процесс связан с характером собственности и корпоративного управления в российских компаниях. Вывоз является частью корпоративной стратегии зарубежного развития компаний, или частичного реинвестирования в России, или перевода средств компании в личные активы ее владельцев или менеджеров. Во всех этих случаях роль общей политической или макроэкономической стабильности важна, но не критична, что объясняет устойчивость вывоза и в сравнительно благоприятных условиях. Соответственно, целенаправленный организованный вывоз капитала создает большие трудности для тех, кто пытается его блокировать.

В российских условиях (в отличие от ряда стран Латинской Америки и Азии) главным источником нелегального вывоза служит некриминальный по существу, изъятый из национального использования, капитал. Именно поэтому вывоз капитала из России длительное время являлся не столько предметом озабоченности мирового сообщества, сколько недорогим источником финансирования мировой экономики. В то же время даже 100 млрд долл. притока российского капитала в мировую финансовую систему, конечно, не представляют собой самостоятельного фактора, как-либо влияющего на мировую экономику. Масштабы сбережений и финансовых потоков в мире превышают российский экспорт капитала минимум на два порядка.

Фактор происхождения капитала чрезвычайно важен, поскольку даже термин «отмывание денег» сформировалась в процессе борьбы с капиталом, происхождение которого носит криминальный характер. Стоит напомнить, как специальная международная рабочая группа по борьбе с отмыванием денег (FATF) формулирует четыре типичные стадии этого процесса.

Первая стадия — начальное преступление по получению незаконных доходов, подлежащих «отмыванию»: наркотики, финансовые махинации, рэкет. Нарушение валютного и налогового законодательства при таких формах доходов неизбежно. В России же увод легальных доходов предприятия из-под налогообложения — главное исходное нарушение. Важный момент в наших условиях — перевод средств из собственности компании в «дочку» в стране или в оффшоре. За рубежом владельцы компании считали бы это кражей и преследовали по закону. Вся мировая система законов построена на контроле собственника над менеджером. Однако в России собственники и менеджеры часто не делают больших различий между кассой предприятия и собственной, так что борьба с этим злом самими собственниками не ведется.

Вторая стадия — закачка средств в легальную финансовую (банковскую по преимуществу) систему. С этими капиталами в основном и борются на этой стадии. В нашем случае закачка средств в финансовую систему происходит за границей с нарушением валютного законодательства.

Третья стадия — быстрая переброска средств со счета на счет через подставные компании по всему миру с целью заметания следов. В российском случае этот вопрос часто решался с помощью простой переброски средств за рубеж.

Наконец, последняя стадия — реинвестирование в легальный бизнес «отмытых» средств. Для их изъятия по суду нужно по каждой отдельно вывезенной сумме доказать, что она не является платой за обычный товарный экспорт. По каждому элементу собственности на Западе нужно предъявить серьезные доказательства криминального происхождения средств для соответствующего суда. Затраты времени и стоимость процесса исключают быстрые существенные результаты. Скандал вокруг Bank of New York показал, что газетные обвинения и юридические доказательства могут быть весьма далеки друг от друга.

Российский капитал за рубежом в подавляющем числе случаев отличается от криминального капитала, скажем, наркомафии, прежде всего первой стадией, которая не носит криминального характера, не имеет отношения к сфере деятельности Интерпола, а затрагивает лишь интересы национальных налоговых и валютных служб.

Оценка масштабов бегства

Для определения масштабов бегства капитала из России могут использоваться различные подходы. Сначала стоит оценить масштабы легального вывоза капитала из России в соответствии с данными платежного баланса (см. табл. 4.1).

Таблица 4.1

Экспорт капитала из России

Показатель	1995	1996	1997	1998	1999	Итого
Капитальные трансферты выплаченные	3,5	3,5	2,9	2,1	1,2	13,6
Прямые инвестиции за границу	0,4	0,8	2,6	1,0	2,1	6,9
Портфельные инвестиции (активы)	1,7	0,2	0,2	0,3	–0,3	2,0
Текущие счета и депозиты	–4,3	1,0	–1,0	–1,0	3,9	–1,4
Наличная иностранная валюта («внутренний вывоз»)	–0,0	8,7	13,4	–0,9	–0,8	20,3
Всего:	**1,3**	**14,2**	**17,7**	**1,5**	**6,1**	**41,1**
Всего без покупки валюты:	**1,3**	**5,5**	**4,3**	**2,4**	**7,0**	**20,8**

Источник: ЦБ РФ.

Легальный вывоз капитала был невелик для большой страны и, возможно, вполне оправдан экономически. Правда, с учетом покупки наличной иностранной валюты кредитование остального мира несколько возрастает по объему за эти годы. Без этих же средств легальный вывоз капитала из России за четыре с половиной года составил, по официальным данным, порядка 18 млрд долл.

Учитывая, что прямое исчисление объемов бегства капитала невозможно, любые оценки этого процесса являются косвенными. Наиболее корректным подходом служит комплексное рассмотрение данных из различных областей статистики, прежде все-

го — платежного баланса. Применение такого подхода не должно претендовать на детальную точность расчетов, но, как показывает анализ, позволяет получить весьма обоснованную оценку масштабов бегства капитала из России[1]. В платежном балансе, разрабатываемом Банком России, можно выделить ряд показателей, на основе которых может быть получена такая оценка. К числу таких показателей в первую очередь могут быть отнесены:

- данные о торговых кредитах и авансах, предоставленных российскими предприятиями и организациями зарубежным партнерам;
- данные об изменении задолженности по своевременно не поступившей экспортной валютной и рублевой выручке и не погашенным импортным авансам;
- статья «чистые ошибки и пропуски» платежного баланса.

Каждая из указанных трех статей платежного баланса в методологическом плане формально не связана с нелегальным вывозом капитала. Однако анализ этих статей в платежных балансах России позволяет обнаружить закономерности, свидетельствующие о том, что их содержание объективно отражает бегство капитала.

Первая статья платежного баланса России — «торговые кредиты и авансы, предоставленные» российскими экономическими агентами нерезидентам, — обращает на себя внимание устойчиво отрицательными значениями. Это означает, что из квартала в квартал, из года в год общий объем торговых кредитов и авансов, предоставленных российскими предприятиями зарубежным экономическим агентам, неуклонно возрастает, отток средств из страны устойчиво превышает их возможный приток в виде погашения выданных ранее кредитов и авансов. Из каких средств российские предприятия могут кого-то активно кредитовать за рубежом в условиях затяжного экономического кризиса? Отток

[1] Платежные балансы России разрабатываются только с 1994 г., и первые балансы не лишены недостатков, как любая новая работа. Например, в 1998 г. были существенно изменены данные за 1994 г. по балансу прочих инвестиций и одновременно радикально сокращены «чистые ошибки и пропуски». Остаются серьезные вопросы в отношении платежного баланса за 1995 г. Не исключено, что спустя 4–5 лет после первой публикации в него также могут быть внесены существенные коррективы. Более приемлемыми для рассмотрения и в определенной степени достоверными представляются данные платежных балансов России, начиная с 1996 г.

по этой статье продолжался весь 1998 г., когда большая часть промышленности была убыточной. Даже если не принимать во внимание этот вопрос, постоянный рост отрицательного сальдо по рассматриваемой статье свидетельствует об оттоке капитала из России в форме предоставления торговых кредитов и авансов зарубежным партнерам.

Отметим также: существует масса свидетельств бизнесменов, что таможня не отслеживает реальную стоимость российского импорта. То есть невозврат импортных авансов отражает оплату реального импорта, тогда как таможенная стоимость последнего занижена. Считается, что тенденция к укрытию импорта от обложения даже усилилась после августа 1998 г. С точки зрения анализа платежного баланса, эта версия означала бы значительное снижение положительного сальдо торгового баланса (сверх досчетов ЦБ)[1]. В результате, вывоз капитала сократился бы, но это мало что меняет в отношении ресурсов для накопления и выплаты долгов.

Данные платежных балансов свидетельствуют о непрекращающемся росте задолженности российских экономических агентов по переводу в Россию экспортной выручки. Часть вырученных за экспорт денег регулярно остается за границей, что является явным нарушением российского законодательства. При этом не учитывается возможное занижение цен в экспортных контрактах против фактических, равно как и завышение импортных цен (что трудно оценить статистически).

Наконец, бегство капитала может отражать статья «чистые ошибки и пропуски», которая рассчитывается в платежных балансах всех стран в соответствии с методологией МВФ. Она отражает разнородность потоков формирования исходной информации. Построение платежного баланса требует обработки огромного количества первичных данных, которые объективно могут быть получены из разных источников и на основе различных методов сбора, что обусловливает проблемы их компиляции в единую систему показателей платежного баланса. В результате, при расчете баланса в целом может возникать неточность, которую принято показывать в сальдирующей статье «чистые ошибки и пропуски». Поскольку эти «ошибки» в целом должны иметь случайный харак-

[1] По нашим расчетам, экспорт в Россию по зарубежным источникам примерно на 20–25% выше соответствующего объема импорта по российским данным. См.: Бюллетень БЭА. 1998. № 5.

тер, а их годовые сальдо могут принимать как положительные, так и отрицательные значения, то в среднем на протяжении ряда лет их сумма должна стремиться к нулю. Эта тенденция наблюдается в данных платежных балансов различных стран.

На рис. 4.1 представлены графики изменения статьи «чистые ошибки и пропуски» ряда стран (по имеющимся в настоящее время данным). Для устранения эффекта масштаба и обеспечения сопоставимости данных, они приведены в процентах к сумме кредитовых[1] статей соответствующих платежных балансов. На рисунке видно, что в платежных балансах всех стран (как развитых, так и развивающихся), за исключением России, рассматриваемая статья платежного баланса колеблется вокруг нулевого уровня.

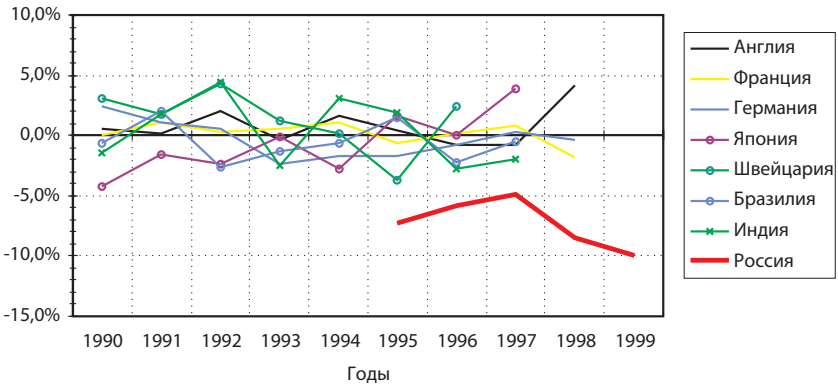

Рис. 4.1. **Отношение статьи «пропуски и ошибки» к сумме кредитовых статей платежного баланса (в %)**

Мистически устойчивое отрицательное значение «чистых ошибок и пропусков» в российских платежных балансах, получаемое из года в год, может свидетельствовать о существовании постоянного вывоза средств из страны, не учитываемого в других статьях платежного баланса. «Чистые ошибки и пропуски» в годовых платежных балансах, публикуемых Банком России,

[1] «Чистые ошибки и пропуски» в платежных балансах разных стран имеют различную номинальную величину вследствие различных масштабов внешнеэкономических связей отдельных стран, поэтому прямое сопоставление этой позиции по странам не корректно. Для обеспечения корректности сравнений чистые ошибки и пропуски могут быть отнесены к сумме кредитовых позиций платежного баланса, отражающих приток средств в страну-экспортера, поступление инвестиций и т.д.

могут рассматриваться как одна из составляющих частей оценки объемов скрытого вывоза капитала.

Таким образом, опираясь только на данные платежного баланса, можно обосновать оценку объемов бегства капитала из России. Эта оценка имеет косвенный характер, поскольку нельзя отождествлять официальные данные платежного баланса с прямыми показателями бегства капитала. Но агрегированная оценка объемов бегства капитала, полученная на основе анализа данных платежного баланса, может рассматриваться как наиболее доказательная, т.к. ее формирование опирается на использование наиболее подробной и строгой статистической базы (в частности, в этих расчетах учтен скрытый импорт).

По опубликованным Банком России официальным данным платежного баланса, ежегодный объем бегства капитала из России может быть оценен в среднем на уровне около 25 млрд долл. (табл. 4.2). Этот уровень, на наш взгляд, может рассматриваться как верхняя оценка. В качестве нижней оценки может быть использован уровень «чистых ошибок и пропусков» в платежном балансе России. При этом есть основания полагать, что наиболее вероятный уровень реальной оценки ближе к верхней границе, чем к нижней. Подчеркнем еще раз, что оценка носит косвенный характер и не может претендовать на абсолютную точность. Далее мы оперируем верхней оценкой вывоза капитала.

Таблица 4.2

Товарный экспорт и бегство капитала (млрд долл.)

Период	Объем экспорта товаров (по данным ЦБ)	Объем бегства капитала (оценка)				Отношение бегства капитала к экспорту товаров, %
		Торговые кредиты и авансы предоставленные	Изменение задолженности по валютной выручке	Чистые ошибки и пропуски	Всего	
1996 г.	90,6	9,4	9,7	9,8	28,9	31,9
1997 г.	89,0	6,8	11,5	8,9	27,2	30,6
1998 г.	74,8	6,8	8,6	9,5	24,9	33,3
1999 г.	74,7	5,8	5,4	7,1	18,3	24,5

Источник: ЦБ РФ.

Отношение объема скрытого вывоза капитала к объему экспорта исключительно устойчиво в России: несмотря на за-

метные колебания в объемах экспорта, на протяжении ряда лет оно составляло около 30%. На рис. 4.2 видно, что в IV квартале 1998 г. произошло скачкообразное увеличение вывоза капитала по экспортным контрактам (объединив невозврат выручки и прирост кредитов). Возможно, через эти контракты российские компании улаживали свои отношения с западными партнерами после 90-дневного моратория на платежи и т.п. Относительная величина невозврата импортных авансов несколько выросла в конце 1998 и начале 1999 г., но позднее существенно снизилась. В абсолютном отношении роль бегства по данному каналу сократилась, поскольку уменьшился объем импорта. Эти данные нужно трактовать с осторожностью: за исключением кратковременного всплеска «бегства» после финансового краха все кривые возвращаются к прежнему уровню довольно быстро[1].

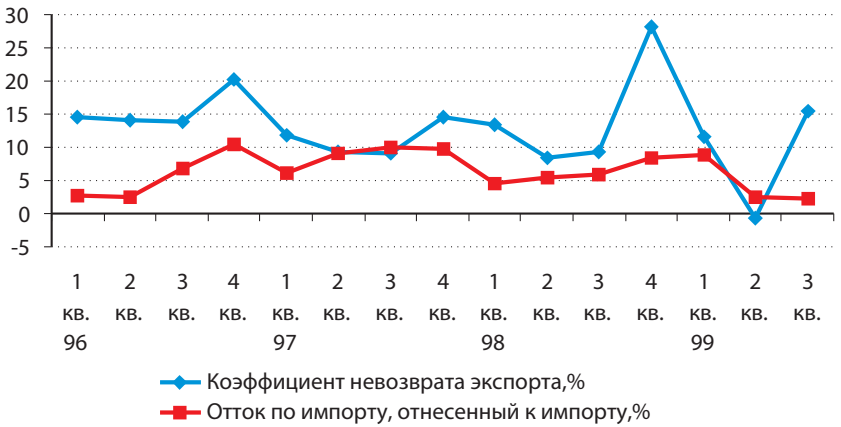

Рис. 4.2. **Динамика относительного невозврата валюты по экспортным и импортным контрактам**

[1] Распределение по кварталам 1999 г. объемов кредитов и авансов, предоставленных российским резидентами зарубежным партнерам, вызывает некоторые сомнения. Внутригодовая сезонность этого показателя в расчетах Банка России может обуславливаться не только объективными причинами, но и трудностями статистической обработки (расхождения по годовым данным могут списываться на последний квартал). Есть основания для сомнений относительно первого за все эти годы положительного сальдо по предоставленным кредитам и авансам во II кв. 1999 г. Не исключено, что в дальнейшем эти квартальные показатели будут скорректированы.

Необходимо подчеркнуть следующее. Данные свидетельствуют, что в целом после августовского кризиса 1998 г. не произошло общего всплеска в процессе бегства капитала из России. Аналогично: относительная политическая и экономическая устойчивость в России в 1997 г. не вызвала снижения вывоза капитала, как могло следовать из теоретических соображений. Мы имеем дело со встроенным в экономику России процессом вывоза капитала, иммунным к конъюнктуре внутри страны, хотя зависящим (по масштабам) от колебаний цен на товары российского экспорта на мировом рынке.

Предварительный анализ данных за первые три квартала 1999 г. позволяет говорить о возможном снижении интенсивности вывоза капитала из России. За первые три квартала 1999 г. рассматриваемое соотношение впервые снизилось до 24,9% (если данные не будут скорректированы). Даже если учесть, что в первом полугодии оно, как правило, несколько ниже, чем во втором, то уровень 1999 г. выглядит низким. Это позволяет предполагать, что в 1999 г. усилилось действие объективных причин, замедляющих бегство капитала из России. Вероятно, к их числу следует отнести действия органов исполнительной власти, в частности введение ЦБ требований резервировать средства под контракты. Можно также предположить, что развернувшиеся на международной арене скандалы вокруг проблемы нелегального вывоза капиталов из России, создав дополнительные трудности для зарубежных контрагентов российских теневых экспортеров капитала, также повлияли на сокращение объемов бегства.

Видимые последствия

Статистическая оценка бегства капиталов сама по себе не передает масштабов этой проблемы для экономики России. Напомним, что импорт машин и оборудования (включая автомобили и бытовую технику) в 1998 г. составил порядка 16 млрд долл. Сокращение бегства капиталов могло бы удвоить импорт инвестиционных товаров, но при условии наличия эффективных проектов, соответствующего климата и т.п. Бюджет развития на 1999 г. был запланирован в размере 20,8 млрд руб., что является настолько незначительной величиной, что ее сравнение с объемом вывоза капитала не имеет смысла. По статистике ВВП, весь

объем инвестиций в стране в 1998 г. (пересчитанных по месячным курсам доллара) составил величину порядка 46–47 млрд долл. Два годовых объема бегства капиталов практически равны одному дополнительному годовому инвестиционному фонду страны. Вопрос об экономическом подъеме, базирующемся на национальных сбережениях и инвестициях, во многом зависит от направления потоков капиталов и от политики российских кампаний, а точнее от того, где они инвестируют — в России или за рубежом.

Вывоз капитала в 1996–1998 гг. (до краха) в большой мере покрывался ввозом частного портфельного капитала и долговыми заимствованиями государства. После краха вывоз капитала покрывается исключительно положительным сальдо текущего платежного баланса. Рис. 4.3 показывает, что агрегированная оценка бегства капитала относительно стабильна по годам, но с III квартала 1998 г. почти точно совпадает с сальдо текущего баланса. Особенностью России в данном случае является то, что страна не сумела использовать это обстоятельство для выплаты долгов, накопившихся за предыдущие годы. Строго говоря, весь долг России МВФ, который приходится рефинансировать с таким трудом при помощи новых займов МВФ, равен сальдо текущего баланса за год. И если реструктурирование «советского» долга является необходимостью и вполне оправдано целым рядом соображений, то выплаты другим кредиторам могли бы быть осуществлены, с точки зрения состояния платежного баланса. Оценки бегства капиталов из России играют непосредственную роль в принятии решений инвесторами, поскольку от этого зависит доверие к стране и ее финансовой системе. Большое значение также имеет взгляд инвесторов на поведение российских бизнесменов по отношению к вложениям в российские активы. Разумеется, бегство капитала поднимает рисковые премии страны при заимствовании на весь этот период. Наконец, это влияет и на переговоры по реструктурированию российских долгов.

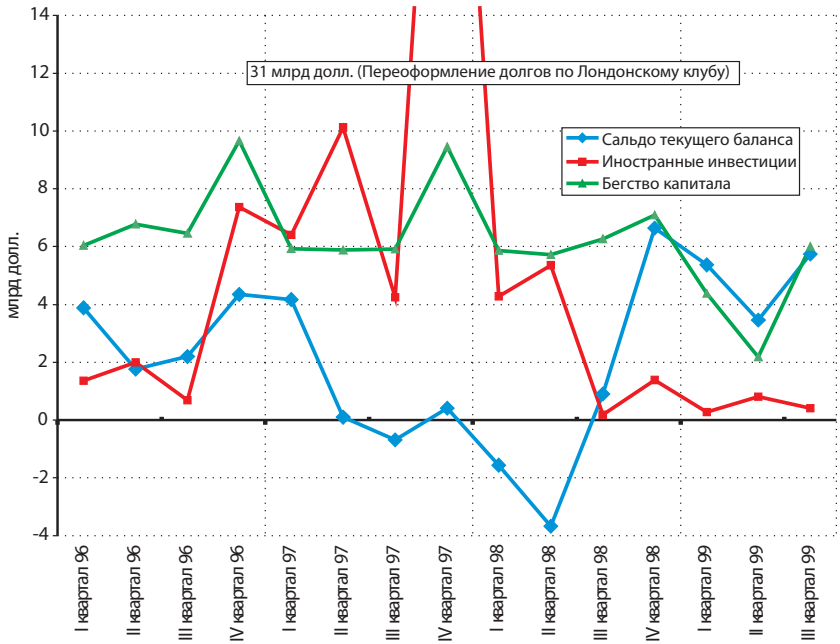

Рис. 4.3. **Бегство капитала в сравнении с сальдо текущего баланса и притоком частных иностранных инвестиций (прямых и портфельных)**

В целом за последние три с половиной года валовой приток капитала в Россию (включая ряд нетто-статей) составил порядка 95 млрд долл. — огромная сумма при условии ее эффективного использования (табл. 4.3). Однако чистый приток можно оценить лишь в 51,1 млрд долл. В основном это прямые и портфельные инвестиции, а также кредиты нефинансовому сектору. Сумма «пропусков и ошибок» за данный период (см. табл. 4.2) составляет около 31 млрд долл. — больше, чем сумма чистых внешних кредитов нефинансовому сектору и прямых инвестиций. Данное сопоставление важно как показатель потерь капитала российской экономикой. Возврат российского капитала в форме иностранных инвестиций не достигает величин, компенсирующих потери нефинансового сектора. Инвестиционный баланс «реального» сектора с заграницей остается устойчиво отрицательным.

Таблица 4.3

Динамика чистого притока иностранного капитала (млрд долл.)

Показатель	1996	1997	1998	I полугод. 1999	1996 – I полугод. 1999
Кредиты государственному сектору*	**1,3**	**0,3**	**3,1**	**–3,2**	**1,5**
Приток	9,1	7,4	10,7	0,7	27,9
Федеральные органы власти**	9,1	7,2	6,0	0,7	23
Местные органы власти	0	0,2	0,9	0	1,1
ЦБ	0	0	3,9	0	3,9
Погашение	–7,8	–7,1	–7,6	–3,9	–26,4
Основной долг	–3,6	–2,8	–4,6	–2,8	–13,8
Проценты	–4,1	–4,3	–3,0	–1,1	–12,5
Кредиты банковскому сектору*	**1,7**	**3,8**	**–2,7**	**–0,4**	**2,4**
Кредиты сектору нефинансовых предприятий*	**1,0**	**7,7**	**5,1**	**–0,1**	**13,7**
Прямые инвестиции*	**2,3**	**5,7**	**1,8**	**1,0**	**10,8**
Приток	2,5	6,6	2,8	1,4	13,3
Выплата доходов от прямых инвестиций	–0,2	–0,9	–0,9	–0,4	–2,4
Портфельные инвестиции*	**8,6**	**13,1**	**2,7**	**–1,7**	**22,7**
Приток**	9,9	17,6	10,1	–0,1	37,5
Выплата доходов от портфельных инвестиций	–1,3	–4,5	–7,4	–1,6	–14,8

* Нетто-прирост обязательств.

** По данным статистики платежного баланса, переоформленные во внешний долг в июле 1998 г. ГКО на 6 млрд долл. учтены как вложения нерезидентов в ГКО.

Источник: ЦБ РФ.

Внимательный анализ данных об иностранных инвестициях дает основания предположить, что известная часть «убежавшего» капитала возвращается в Россию в виде иностранных инвестиций. Процесс «кругооборота» капитала наиболее известен по Китаю, вывезенный капитал которого в огромных масштабах возвращался в страну в 80–90-х годах через Гонконг и другими путями. Общепризнанным является факт, что одним из мощнейших каналов скрытого вывоза капитала из России служат

внешнеэкономические операции, оформляемые через оффшорные зоны, в значительной мере — через Кипр. Одновременно, по данным российской статистики, Кипр формально является одним из крупнейших инвесторов в российскую экономику, входит в первую пятерку стран-инвесторов. Объем накопленных кипрских инвестиций в Россию на 1 октября 1999 г. составил 3 214 млн долл., что практически сопоставимо с инвестициями Франции (3 350 млн долл.) и Великобритании (3 584 млн долл.)[1].

Показательно также, что свыше 80% кипрских инвестиций приходится на долю прямых инвестиций, что является абсолютным рекордом, далеко отстоящим от других стран. Здесь уместно напомнить, что, по данным платежного баланса Кипра, прямые инвестиции за рубеж в целом (во все страны мира) не превышают мизерной величины в 15 млн долл. в год. Следовательно, декларируемые в России иностранные инвестиции Кипра в действительности имеют не кипрское происхождение. Скорее всего, их источник — российский капитал, владельцы которого сначала нелегально его вывозят, легализуют, превращают в «иностранные» инвестиции и ввозят обратно в Россию. При этом власти Кипра об этом даже не знают; во всяком случае, не признают этого в официальных данных.

Кипр является не единственной страной, через которую российский капитал возвращается в форме иностранных инвестиций. Есть основания полагать, что источником инвестиций из большинства стран-инвесторов в существенной мере служит капитал, нелегально вывезенный из России. В пользу такого предположения говорит ряд факторов. Во-первых, вывезенный из России капитал должен преодолеть жесточайшую конкуренцию для входа на мировой рынок. Напротив, тем, кто сумел создать капитал в России, реинвестировать его «дома» существенно легче. Во-вторых, в России может быть обеспечена несравнимо высокая норма прибыли. И в-третьих, реинвестирование «под крышей» иностранных инвестиций может создать существенно более высокие гарантии для капитала.

По данным официальной отчетности, Бельгия в отдельные периоды также входила в число лидирующих иностранных инвесторов в России. Это даже вызвало беспокойство бельгийских

[1] Инвестиции в российскую экономику Германии на 1 октября 1999 г. составили 6 647 млн долл., США — 6 017 млн долл.

экспертов, поскольку у бельгийских властей данных о таких масштабах инвестиций не имелось, а по закону бельгийские инвесторы имеют право требовать гарантий от своего правительства при осуществлении иностранных инвестиций. В Госкомстате России проходили соответствующие консультации с бельгийскими экспертами. Было установлено, что данные российской статистики об иностранных инвестициях не вызывают сомнений с точки зрения официального происхождения этих инвестиций. Но российская статистика не в состоянии определять реальный источник иностранных инвестиций, которым может служить капитал российского происхождения. Косвенным подтверждением такого движения капитала может служить и тот факт, что в итоге экспортеры капитала в Россию не обращались к бельгийскому правительству за гарантиями на весь объем их инвестиций в Россию[1].

В целом, в настоящее время затруднительно обосновать аккуратность оценки той части «убежавшего» из России капитала, которая возвращается под видом иностранных инвестиций. Представляется вероятным, что его доля в иностранных инвестициях весьма существенна и составляет значительную часть от фактически вложенных средств. В случае со значительным вывозом капитала из России проблемой является то обстоятельство, что лишь часть российского капитала возвращается для производительного использования. Другим негативным фактором является то, что такой капитал не приносит значительного управленческого или научно-технического опыта в Россию. Это лишь способ кредитования российских предприятий из-за рубежа (при слабости банковской системы) или закрепления контроля над российскими предприятиями их фактическими владельцами.

Отток капитала хорошо виден и в такой специфической форме как внешние заимствования государства. Возврат долгов с процентами можно считать отвлеченными сбережениями предприятий и населения, то есть также потерями потенциальных инвестиций. За те же три с половиной года федеральное правительство практи-

[1] В качестве наиболее свежей иллюстрации практической реализации схемы инвестирования в России под видом иностранного капитала можно привести, вероятно, пример английской фирмы Alcem, приобретшей в свое время Выборгский ЦБК. Эта фирма зарегистрирована в Великобритании, однако, по сообщениям печати, ее реальным владельцем является петербургский предприниматель.

чески осталось «на нуле» (+1,5 млрд долл. без ГКО. См. табл. 4.3), вернув часть долга и выплатив 12,5 млрд долл. процентов. Если взять в расчет портфельный капитал, то его привлечение пришлось на 1996–1997 гг. и начало 1998 г. После кризиса произошел отток капитала и накопленный положительный баланс постепенно сократился. Выплаты правительства по евробондам (включая переоформленные 13 февраля 2000 г. с Лондонским клубом «вэбовки») в ближайшие годы будут сокращать этот баланс дальше при условии, что не возобновится доступ российских эмитентов к европейскому рынку.

Вряд ли нужны весомые аргументы в пользу привлечения прямых инвестиций. Государственное заимствование в эти годы лишь в малой степени (займы МБРР и ЕБРР) шло на инвестиционные программы. Стабилизационные программы и соответствующие заимствования оказались погребены после краха в августе 1998 г.

Сложная и во многом противоречивая картина внешнего заимствования, притока и платежей по иностранным инвестициям и кредитам противостоит устойчивому процессу оттока капитала из России в 1990-х годах. В результате, не решаются две самые острые экономические проблемы страны данного периода: обслуживание внешнего долга и доступность и цена инвестиционного капитала, необходимого для развития страны и перехода к устойчивому росту.

Схемы вывоза капитала

Типовые схемы вывоза капитала из России столь многообразны, что вряд ли кто-то сможет дать их полную классификацию. Это связано с тем, что большинство схем лежит в области торговых сделок, то есть не поддается простому контролю над движением капитала. Суть проблемы — в отношениях собственности и корпоративном управлении. Очевидно, что крупные компании с хорошими финансистами и юристами намного превосходят по интеллектуальной и лоббистской мощи слабое государство. Внешний административный контроль может поднять трансакционные издержки вывоза, изменить направления и методы вывоза, но он не в состоянии остановить утечку капитала. Ниже мы приводим несколько распространенных схем утечки.

1. «Легальная» схема

Эта наиболее универсальная и распространенная для крупного бизнеса схема в последние годы поставлена на поток и существует в различных вариантах, более или менее сложных. В силу своей легальности, она даже не может быть отнесена к бегству капитала: просто это грамотное использование существующего законодательства для решения корпоративных проблем. Полагаем, что в платежном балансе вывезенные по этой схеме средства фигурируют как вывоз легального портфельного капитала (см. табл. 4.1 — первая строка). Однако легальность этой схемы весьма условна: легален лишь каждый отдельный шаг при условии независимости действующих лиц. По сути они все аффилированы и работают как сотрудники одной разветвленной корпорации. Эта схема важна тем, что показывает роль таких факторов российской действительности, как существование дезорганизации платежей, фальшивых банкротств, непрозрачности отношений собственности, без которых такой вывоз капитала из страны был бы невозможен, по крайней мере столь дешево.

Данная схема универсальна, но предполагает большие объемы выводимых средств, поскольку по абсолютным суммам издержки на ее организацию достаточно велики и требуют согласованных действий многих людей. Однако при организации фирм в виде скрыто аффилированной цепи и достаточно больших объемах вывоза издержки составляют всего лишь порядка 1% объема капитала. Преимущество этой схемы заключается во внешней легальности вывоза и трудности его отслеживания по всей цепочке.

Схема требует отлаженного механизма создания оффшорных и фиктивных российских компаний (и механизмов их ликвидации). Эта схема практически полностью легальна и при аккуратной постановке работы может действовать долго без изменений. Она пригодна для крупных компаний любого сектора и вида деятельности.

Наиболее простой вариант схематично представлен на рис. 4.4. Задача состоит в том, что «Компания» хочет вывести часть своих финансовых активов за рубеж на оффшорные счета. Схема последовательно решает две отдельные задачи: вывести капитал внутри России с определенного предприятия с максимальной степенью легальности и столь же аккуратно перевести его за рубеж. Схема

хороша тем, что может реализовываться в неэкспортных отраслях экономики.

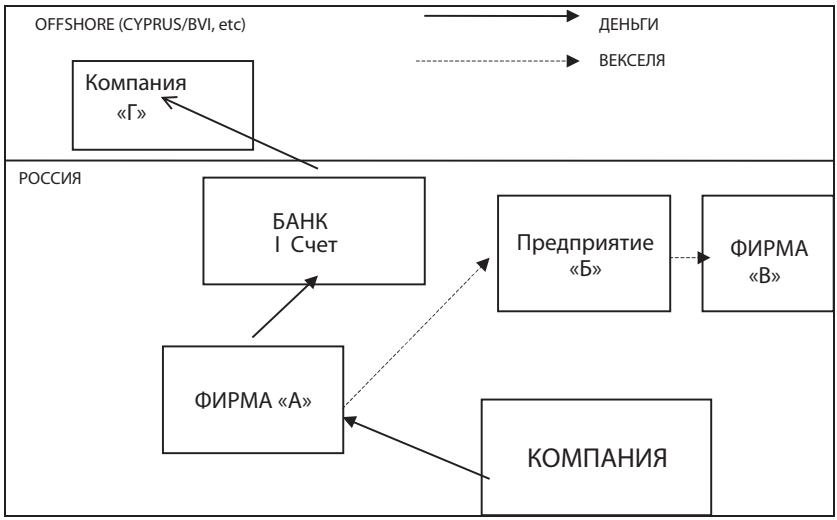

Рис. 4.4. **Схема вывоза капитала**

Подготовительный этап. Создается российская фирма А (иногда на сленге называемая «мартышкой»), желательно в одной из внутрироссийских свободных зон. Для этих целей часто используется Калмыкия по причине устоявшихся «расценок» на такие виды услуг со стороны местной власти и льготного режима налогообложения. Вообще такая фирма без труда создается в любом регионе России с несколько большим риском привлечь внимание налоговой инспекции и иных инстанций.

Заключается контракт на поставку какого-либо продукта фирмой А «Компании» и осуществляется предоплата поставки на счет фирмы А, как правило, в одном из «своих» банков. Вывод идет практически почти на всю величину предоплаты. При работе с «чужими» банками увеличиваются трансакционные издержки. Фирма А «переуступает» контракт на поставку некоему предприятию Б и расплачивается с ним, но уже своими векселями.

Предприятие Б — это фирма, которая уже находится под процедурой банкротства или которую надо подвести под банкротство для захвата контроля. Предприятие Б может поставить продукцию по контракту (фактически даром) или не поставить

и остаться в долгу у «Компании». Для схемы вывода капитала это не существенно, хотя может фиксироваться неплатеж у поставщика. В случае поставки товара (и соответствующих затрат) потери несет Б на разницу между стоимостью поставки и потерей выручки при оплате векселями. Существование полумертвых фирм необходимо для этой операции так же, как и достаточно значительный объем неплатежей между фирмами, чтобы такие схемы не выделялись на общем фоне.

Наконец, предприятие Б продает полученные векселя еще одной подставной фирме В с максимально возможным дисконтом (99%, например). Фирма В эти векселя к оплате никогда не предъявляет, и они фактически выводятся из оборота. Фирма В больших потерь не несет и просто гасит всю вексельную цепочку. Теоретически эти векселя могут быть выкуплены обратно или погашены. Во всей вексельной цепочке должны присутствовать финансовые специалисты всех участвующих компаний, и они получают определенное вознаграждение, исходным пунктом распределения которого является капитал «Компании». Это совершенно необходимо, поскольку они действуют в этой операции против объективных интересов своих предприятий и их собственников.

Итак, в результате предшествующих действий, «Компания» перевела некую сумму на счет фирмы А, а последняя с ней «рассчиталась». Вексельный контур свое отработал. Все указанные выше процедуры вместе представляют собой «подготовительный» этап концентрации средств вне «Компании». Создание «центров прибыли» может осуществляться и другими способами, например, через схемы внутреннего толлинга и т.п. На следующем этапе в игру вступают оффшорные компании.

Собственно вывоз. Оффшорная фирма Г открывает в крупном российском банке счет типа «I» (инвестиционный) для осуществления инвестиций в Россию. Конвертация рублевой прибыли с этого счета в иностранную валюту и ее репатриация осуществляется достаточно свободно, хотя и под контролем. Банк должен быть крупным, с генеральной лицензией и большими оборотами, чтобы крупные платежи не бросались в глаза.

Компания Г покупает очень дешево («за копейку») какие-либо акции российских предприятий, осуществляя таким образом иностранные инвестиции в России. Фирма А покупает у фирмы Г акции на всю сумму вывозимого (то есть выведенного из Ком-

пании) капитала. Фирма Г, получив таким образом прибыль от своей «инвестиционной» деятельности в России на свой счет «I» в банке, конвертирует эту сумму и переводит ее за рубеж.

Львиная доля описанных операций проводится с Кипром (порядка 90%). Также используются BVI (Карибы), Channel Islands, Антильские острова (Голландские Карибы). Кипр входит в число трех стран (Финляндия, Австрия, Кипр), с которыми есть соглашения об избежании двойного налогообложения. При этом, ставка налога на прибыль на Кипре (4,3%) ниже, чем в других странах. Впрочем, и эту ставку можно существенно снизить за счет схем ухода от налогов.

2. Другие возможные схемы

Таких схем известно множество, и их список постоянно обновляется за счет изобретения все новых способов обхода существующего законодательства. Практически нет реальной возможности создать законченный список схем вывода капитала за границу и закрыть каналы утечки. Здесь мы приводим лишь самые известные схемы[1].

Внешний толлинг. Наиболее давно известная (но далеко не самая распространенная) схема. Давальческое сырье поступает в Россию из-за рубежа по завышенным ценам, продукция вывозится без всяких налогов и, в результате, вся прибыль (а иногда и значительная часть издержек) оказывается за рубежом. Фактически это разновидность трансфертных цен. Схема получила наибольшее распространение в начале 1990-х в алюминиевой промышленности, преимущественно на тех заводах, которые используют импортный глинозем. В настоящее время в этой сфере не применяется, поскольку новые владельцы уже создали заграничную торговую сеть и накопили оборотный капитал для глобальных операций.

В России также получил распространение так называемый **внутренний толлинг**, но эта схема дает только возможности смещения центров прибыли в то или иное звено производственно-сбытовой цепочки. Проблема вывоза полученной прибыли за пределы страны при этом должна решаться другими средствами.

[1] Ряд схем рассматривается также в: *Гвоздева Е. и др.* Междисциплинарный подход к анализу вывоза капитала из России // Вопросы экономики. 2000. № 2. С. 15–45.

Занижение экспортных цен. Эта схема использовалась достаточно широко на первых этапах реформы (даже до 1992 г.). Имеет ряд существенных недостатков:

- пригодна только для экспортеров;
- значительное отклонение экспортной цены от мировой привлекает внимание контролирующих органов;
- объемы вывоза ограничены разницей между себестоимостью и ценой, что во многих случаях не позволяет обеспечить необходимые масштабы вывоза.

В настоящее время крупными компаниями схема используется мало по причине наличия более универсальных схем (см. выше). Вариацией на тему является экспорт конечной продукции под видом сырья и вообще «пересортица»: бензин под видом мазута и т.п. Важно отметить, что цель вывоза капитала в данном случае не ограничивается какой-то долей прибыли, а создает большие масштабы вывода капитала.

Фиктивные импортные контракты. Вариантом этой схемы является также завышение импортных цен. Схема достаточно «опасная» — может требовать частой ликвидации зарубежных «фирм-партнеров», что сложно и дорого. Крупным бизнесом используется мало. Пригодна для отмывания небольших сумм через заключение контрактов на оказания различных услуг (например, «фиктивный консалтинг»). Здесь также используется «пересортица» при импорте — товар при таможенной очистке показывается намного дешевле истинной величины. Разница (как минимум, в размере величины импортных тарифов) остается за рубежом.

Меры по предотвращению бегства капитала

Систематическая борьба с бегством капитала как государственная политика велась в прошедшие годы в основном декларативно. Не были установлены масштабы, цели и источники вывоза капитала. Общее понимание высоких политических рисков инвестирования, прекрасно сформулированных и документированных на Западе, в России служило как бы оправданием бегства национального капитала. Вплоть до конца макростабилизации осенью 1997 г. и финансового краха ставка официально делалась на возврат капитала путем создания соответствующего инвестиционного климата. В период пребывания у власти правительства Евгения

Примакова обсуждались идеи о создании системы добровольно-принудительного возврата капитала. С начала 2000 г. вопрос вернулся к своей классической постановке — валютный контроль как противодействие вывозу капитала.

Борьба с вывозом капитала должна идти прежде всего по выявленным на микроуровне схемам (см. выше), с учетом целей участников процесса. Обычно же борьба с вывозом валюты сводится к малоэффективному, чаще компанейскому нажиму на челноков, туристов, командировочных, а также на мелкие консалтинговые контракты. Создается система придирок у различных инстанций и возможность для придирок у банков к участникам международных экономических связей. Упор делается на жесткий контроль небольших или средних по масштабам операций сравнительно законопослушных субъектов рынка. Создание эффективной системы защиты от бегства капитала не по капитальным, а по текущим статьям платежного баланса практически невозможно без существенного ограничения свободы торговли или введения прямого контроля в самих компаниях. Правда, даже возможные меры против незаконного вывоза капитала денежными властями почти не применялись, что свидетельствует о том, что сменявшие друг друга правительства шли на поводу у крупного бизнеса и были не в состоянии отстаивать интересы бюджета.

Борьба с оттоком капитала в мире в основном сводится к антикризисным мерам, защите национальной валюты и, следовательно, контролем над движением средств по капитальным статьям. Недавняя крупная работа МВФ по данному вопросу подчеркивает ряд важных характеристик контроля в этой области[1]. Опыт трех стран (Испании, Малайзии и Таиланда) показывает следующее:

- Для того, чтобы быть эффективными, ограничения должны охватывать достаточно широкий круг операций, вводиться под жестким контролем и сопровождаться необходимыми реформами и изменением экономической политики.
- Ограничения не обеспечивают защиту, особенно в условиях существования таких стимулов для обхода законодательства, как привлекательный уровень доходности на оффшор-

[1] Country Experience with the Use and Liberalization of Capital Controls. IMF. Wash., 1999.

ном рынке и устойчивые ожидания субъектов рынка по поводу девальвации валютного курса.

- Существенную роль в ограничении оттока капитала и сокращении спекулятивного давления на валютный курс играет способность властей контролировать операции на оффшорном рынке.

Что касается России, то МВФ отмечает, что контроль над движением портфельных инвестиций был ослаблен в начале 1998 г. В ходе кризиса августа 1998 г. был введен контроль в двух основных формах: (а) 90-дневный мораторий на обслуживание частного долга нерезидентам (включая форвардные контракты) со сроком более 180 дней; (б) ограничение на вывод средств со счетов типа «С»[1]. Предотвратить бегство капитала этими средствами не удалось (см. выше рис. 4.3). МВФ оценивает бегство капитала во второй половине 1998 г. в 17,1 млрд долл., что соответствует нашим оценкам. По мнению МВФ, влияние мер валютного контроля на ситуацию в России до конца не ясно, поскольку экономическая ситуация в стране еще окончательно не стабилизировалась после финансового кризиса 1998 г. Давление на валютный курс и отток капитала продолжались и после введения ограничений на фоне ухудшения состояния банковской системы и нерешенных проблем с доходной частью бюджета. Принятые меры валютного контроля и дефолт по государственному долгу практически закрыли для России доступ к внешним финансовым рынкам. Это явилось признанием того, что меры валютного контроля были неэффективны. В случае с Россией вывоз капитала продолжался в 1999 г. при огромном положительном сальдо текущего платежного баланса, отмечает МВФ.

В июне 1999 г. ЦБ выпустил новые регулирующие правила, требующие резервирования средств при импортных авансах. В феврале 2000 г. Правительство внесло в Думу разработанный ЦБ законопроект с новыми мерами, направленными на борьбу с вывозом капитала. В марте этот законопроект прошел первое чтение.

В рамках предлагаемого пакета мер Центральный банк принуждает частные банки к более активной работе по пред-

[1] Country Experience with the Use and Liberalization of Capital Controls. IMF. Wash., 1999. Пп. 67–76.

отвращению вывоза капитала в форме фальшивых сделок. Он определил шесть подозрительных типов сделок, которые должны подвергаться специальному анализу на предмет незаконного вывоза капитала:

1. В сделке участвует российская фирма с возрастом менее трех месяцев. Это классический пример попытки ввести формальный критерий отсечения по возрасту. Противоядие этому — создание «трехмесячных» фирм заранее.

2. Получатель российских экспортных товаров и плательщик российскому экспортеру — различные иностранные фирмы. Это попытка предотвратить запланированные ситуации, в которых после экспортной поставки плательщик просто отказывается платить.

3. При экспортном контракте зарубежная фирма не выполняет свои обязательства: оплата не осуществлена, но российской стороной не применены штрафные санкции. Можем предложить вариацию схемы с санкциями. В экспортном контракте вписаны чудовищные санкции за нарушение стандартов качества продукции с безакцептным исполнением. В этом случае «беззащитные» россияне могут только жаловаться, что жесткий иностранный «партнер» их грабит.

4. Авансовый платеж по импортному контракту составляет более 30%. Существенно то, что этот авансовый платеж часто не возвращается, если даже импортная поставка не состоялась.

5. Иностранный партнер дает коммерческий кредит (банковский) под очень высокий процент. Однако в условиях высоких политических рисков трудно отличить высокий и ненормально высокий процент.

6. В сделке участвует фирма, зарегистрированная в оффшорной зоне. Это массовая форма вывода капитала — через оффшоры с низкими налогами и льготными режимами. Проблема состоит в том, оффшоры распространены и законны. Многие западные крупные компании предпочитают использовать оффшоры, когда могут, особенно в России. Поскольку государственный аппарат всегда слабее частного бизнеса, трудно ожидать перелома на административном фронте.

Заметим, что в последний год наблюдается определенное движение в ведущих странах против оффшорного бизнеса, который выводит все более мощные потоки капиталов из-под националь-

ного регулирования и налогообложения. Россия, как и другие страны — жертвы бегства капиталов, заинтересована в ограничении возможностей оффшорного бизнеса. Нужно согласованное международное ограничение степени «оффшорности» оффшорного бизнеса, большая транспарентность потоков и прочее. Но это может поднять вопрос о сохранении национального суверенитета.

Проект правительства и ЦБ уже подвергся серьезной критике в печати. Большинство предложенных мер ведут к усилению административных барьеров при переводах валюты за рубеж, например, регистрация сделок и расширение прав банков задерживать проведение операций, вызывающих подозрение по определенным признакам. Можно сказать, что новые меры ЦБ и правительства направлены на создание мелкоячеистой сети, которая малоэффективна против крупных экспортеров капитала. В перспективе решение проблемы бегства капиталов лежит на пути как радикального улучшения инвестиционного климата, так и создания новой атмосферы доверия в стране и изменения отношения крупного бизнеса к своим финансовым ресурсам и целям инвестирования.

Тем большее значение имеет вопрос о целях вывоза капитала за рубеж. Как отмечалось выше, существует мифологическая литература о возможности легко вернуть этот капитал для национального развития. Безнадежность попыток использовать амнистию по вывозу капитала для его возврата проистекает из правовой защищенности капитала, ушедшего за рубеж. Существует три фундаментальные проблемы амнистии беглых капиталов:

- Как зафиксировать факт возврата?
- От каких преступлений и нарушений можно амнистировать?
- Как совместить амнистию и доверие (анонимность) амнистированных?

По первой проблеме это могут быть только вложения в госбумаги. Для прямых инвестиций в Россию нет никакой нужды в амнистии. А освобождения от ответственности за нарушения валютного контроля недостаточно. Тут пришлось бы проводить амнистию и по способу первичного происхождения капиталов, и по всей совокупности возможных сопутствующих нарушений и преступлений. Вряд ли такой закон возможен и выполним, вряд ли в него поверят. Наконец, если амнистия была бы обусловлена

покупкой государственных бумаг, то она ничем бы не отличалась от регистрации при «явке с повинной». Маловероятно, чтобы амнистия решила проблему возврата, хотя по некоторым прозрачным случаям такой подход мог быть рассмотрен.

* * *

Проведенный анализ позволяет сформулировать следующие выводы.

1. Нелегально вывозимый из России капитал в своей подавляющей части не имеет криминального происхождения, хотя и уклоняется от российских налогов. Целеполагание, лежащее в основе вывоза капитала, связано с отношениями собственности и характером корпоративного контроля в пореформенной экономике России. Колебания политического климата в России и финансовый крах 1998 г. не оказали видимого воздействия на вывоз капитала из России, что позволяет прогнозировать его утечку на том же уровне и в будущем.

2. Агрегированная оценка масштабов бегства капиталов из России во второй половине 90-х годов на основе данных платежного баланса устойчиво дает величину порядка 30% экспорта или 20–25 млрд долл. в год. Вывоз капитала в 1996–1998 гг. в большой мере покрывался ввозом частного портфельного капитала и долговыми заимствованиями государства. После краха вывоз капитала компенсируется исключительно положительным сальдо текущего платежного баланса. Ввоз прямых (и, возможно, портфельных) инвестиций в Россию в значительной степени представляет собой частичный возврат российских вывезенных капиталов.

3. Без сокращения вывоза капитала и решения вопроса о налогообложении экспортных доходов невозможно преодоление проблемы долгосрочной долговой зависимости. Предлагаемые в настоящее время меры валютного контроля лишь создадут определенные затруднения на уровне среднего и мелкого бизнеса, поднимут издержки вывода капитала в пользу посредников, но вряд ли радикально затронут основные каналы вывоза по текущим статьям.

4.7. Трансформация без иностранного капитала: 10 лет спустя[1] (2001)

В большинстве экономических программ и во многих выступлениях политиков подчеркивается важность привлечения иностранных инвестиций для развития экономики пореформенной России. В известном смысле приток иностранного капитала является надежным индикатором формирования позитивного инвестиционного климата и для национальных инвесторов, поскольку иностранные инвестиции обычно способствуют подъему национальной экономики, а не заменяют собой отечественный инвестиционный «застой». Процессы трансформации и формирования рыночной экономики во многих странах мира в 1990-е годы сопровождались возрастанием роли иностранного предпринимательского капитала в создании и развитии рыночных институтов. После открытия нашей страны для иностранных инвесторов прошло уже 10 лет, но Россия все еще сильно отстает по объемам поступающего капитала от многих стран с переходной экономикой. Несмотря на политическую и макроэкономическую стабилизацию, приток прямых инвестиций в 2000 г., по данным российского платежного баланса, даже снизился.

Дебаты о роли иностранного капитала, которые велись во многих странах мира в последние десятилетия XX в., отражали сложный комплекс интересов национального развития, потребностей решения бюджетных и долговых проблем, но также и интересов бюрократического государства, стремящегося установить контроль над бизнесом, или конкретных компаний, препятствующих открытию экономики своих стран для иностранного капитала, часто под националистическими лозунгами — здесь Россия не была исключением. К концу XX в. в большинстве стран мира вопрос о том, нужен ли им иностранный капитал,

[1] *Григорьев Л.М.* Трансформация без иностранного капитала: 10 лет спустя // Вопросы экономики. 2001. № 6. Журнальный вариант главы в монографии, подготовленной Бюро экономического анализа (Политика привлечения прямых иностранных инвестиций в российскую экономику. М.: ТЕИС, 2001).

был решен положительно. Не всем удалось привлечь его в желаемом объеме, но создание нормального климата для накопления и условий для прихода прямых иностранных инвесторов стало аксиомой. Непосредственные цели привлечения иностранных инвестиций различаются по странам, но ключевой является не только и не столько обеспечение притока финансовых ресурсов, сколько развитие экономики страны с учетом процессов глобализации и усиливающейся интеграции. Россия оказалась одной из немногих переходных стран, которые экспортировали де-факто капитал в больших количествах. Так что страна больше нуждалась в приходе иностранного предпринимательства в целях трансформации институциональной среды, чем собственно в финансовых ресурсах.

Проблема привлечения иностранного капитала в страну с переходной экономикой тесно связана с увязкой ее трансформационных целей и задач развития. Эти страны ведут конкуренцию за прямые иностранные инвестиции, сознавая их важность для модернизации своей экономики и сохранения устойчивости перед лицом финансовых потрясений. Однако для многих стран иностранный капитал является одновременно средством формирования рыночной институциональной среды. Иностранные инвестиции оказались тем «зеркалом», в котором отражаются успехи или неудачи национальной политики развития. Частный иностранный инвестор рискует собственными капиталами (в случае менеджера — карьерой) и не может быть объектом национальной политики принимающей капитал страны в буквальном смысле слова, во всяком случае пока не принял решения инвестировать. Чтобы инвесторы пришли надолго и в большом количестве, требуются высокодоходные проекты, политическая и экономическая стабильность и предсказуемость инвестиционного климата в стране. Если условия для инвестирования только складываются, необходимы определенное время и формирование критической массы иностранного капитала для того, чтобы он стал нормальным элементом процесса накопления принимающей страны, способствующим повышению эффективности ее экономики и отдачи от ее участия в процессах глобализации.

Как показал опыт других стран, прямой капитал приходит не мгновенно, а в течение нескольких лет по нарастающей по мере создания условий, включаясь в процесс национального накопления, причем может играть в нем весьма значительную роль.

Россия упустила возможность привлечь иностранный капитал к процессам трансформации сознательно в значительных масштабах. В настоящее время создание лучших условий для него необходимо, как и для национального «нового» капитала. Именно российский капитал будет, видимо, играть преобладающую роль (а не государство) в определении условий и темпов прихода иностранного капитала в обозримом будущем, что вполне согласуется с либеральной доктриной. Не существует никакой загадки в способах привлечения иностранного капитала — это проблема политического выбора в принятии прагматической стратегии.

Усиление мобильности капитала в мире на рубеже веков

Процессы глобализации, западноевропейской и североамериканской интеграции в 1990-е годы способствовали усилению международной мобильности капитала. Информационная революция создала новые средства коммуникаций и снизила издержки трансакций. На первый план вышли горизонтальные мегаслияния в развитых странах, развернувшиеся на рубеже столетий, многие из которых носят межстрановой характер. Свою роль сыграли появление большого числа стран с «формирующимися рынками», а также тенденция к унификации «правил игры» в различных регионах и на различных рынках. Массовая приватизация путем продаж предприятий стратегическим инвесторам в странах Латинской Америки обеспечила условия для прихода иностранных инвесторов. «Азиатский» кризис 1997–1998 гг. привел к изменению принципов корпоративного управления и функционирования финансовых рынков в странах Юго-Восточной Азии. Постепенная трансформация японской финансовой системы под влиянием кризисных явлений в стране будет способствовать расширению сферы действия общих принципов финансовых рынков, их либерализации для глобальной конкуренции и притока капитала.

По мере роста мировой экономики увеличивается объем доступных ресурсов для развития, хотя они по-прежнему сосредоточены в ограниченном числе стран. В развитых странах нормы сбережений и накопления в течение последних десятилетий остаются в пределах 23–24% ВВП. В целом они выступают как надежный и привлекательный объект для инвестиций и подавляющая часть мировых капиталовложений осуществляется в рамках

данной группы стран. Согласно расчетам МВФ, валовое накопление в них превышает собственные сбережения примерно на 0,8–1,2 процентных пункта их совокупного ВВП. Ограниченность мировых сбережений и необходимость экономического развития создают определенную конкуренцию за инвестиции, в том числе и международную — как внутри развитого мира, так и со стороны развивающихся стран, включая страны с переходной экономикой.

Таблица 4.4

Динамика ВВП, торговли и прямых инвестиций (в среднем за год, в %)

	1982–1991	1992–1997	1998–1999	2000
Реальный ВВП				
Весь мир	3,3	3,3	3,15	4,8
Развивающиеся страны	4,3	6,3	3,65	5,8
Страны с переходной экономикой	1,4	– 5,15	0,8	5,8
Россия	—	– 8,25	–0,9	8,3
Мировая торговля (товары и услуги)				
Весь мир, объем	5,0	7,15	4,75	12,4
Развивающиеся страны, объем экспорта	4,6	8,8	4,7	15,7
Россия, объем экспорта (расчет в долларах)	—	10,6**	–9,3	36,0
Прямые иностранные инвестиции				
Вывоз из 12 развитых стран*	—	12,7	42,75	—
Ввоз в развивающиеся страны	21,75***	30,15	3,6	–4,0
Ввоз в страны с переходной экономикой	—	26,8****	18,0	11,0
Ввоз в Россию (статистика платежного баланса)	—	96,1**	–23,3	–12,0

* США, Япония, Германия, Великобритания, Франция, Италия, Канада, Голландия, Бельгия, Испания, Швеция, Швейцария;

** 1995–1997 гг.;

*** 1985–1991 гг.;

**** 1993–1997 гг.

Источники: рассчитано по: IMF World Economic Outlook (WEO). Focus on Transition Economies. Wash., October 2000; IMF World Economic Outlook (WEO). Fiscal Policy and Macroeconomic Stability. Wash., May 2001; Recent Trends in the Transfer of Resources to Developing Countries. Wash., D.C. the World Bank, April 2, 2001; Бюллетень банковской статистики. ЦБ РФ, 2001. №4.

Движение прямых инвестиций в мире — часть более сложного процесса движения капитала, включая портфельные вложения в акции, банковские и облигационные займы между развитыми и между развитыми и развивающимися (включая переходные экономики) странами. Рассмотрение этого процесса выходит за рамки данной работы. Для России по-прежнему ключевым вопросом остается привлечение именно прямых инвестиций. Темпы их роста значительно обгоняли темпы роста ВВП и даже международной торговли как для развитых, так и (в 1990-е годы) для развивающихся стран. Среднегодовые темпы прироста реального ВВП составляют в мире примерно 3,5%, торговли товарами и услугами в 1982–1991 гг. — 5,0% и в середине прошлого десятилетия — более 7%. Иностранные инвестиции росли намного быстрее, но их динамика была не линейной, а скачкообразной (см. табл. 4.4).

В 1990-е годы процессы глобализации сопровождались значительным усилением движения капитала в его различных формах. Огромный рост вложений прямых инвестиций из развитых в развивающиеся страны наблюдался в середине 1990-х годов. Перелом — хотя возможно, временный — наступил в результате финансового кризиса 1997–1998 гг. После него произошло «замыкание» основной массы инвестиций внутри группы развитых и небольшой группы развивающихся стран, что стало более заметным на фоне общего увеличения масштабов перемещения капитала.

В целом «Группа 7» на конец 1999 г. была «должна» остальному миру чуть меньше 1 трлн долл. (см. табл. 4.5). Еще в 1990 г. зарубежные активы и обязательства стран «большой семерки» были сбалансированы (соответственно 8,3 трлн долл. против 8,15 трлн долл.). За десятилетие активы возросли в 2,3 раза, а пассивы — более чем в 2,5 раза. Конечно, за агрегированными данными скрываются различные страновые позиции в области движения капитала. В частности, экономики США и Германии представлялись окружающему миру настолько устойчивыми с низкими страновыми, валютными и прочими рисками, что смогли привлечь огромные (особенно США) долговые капиталы. По суммарным показателям чистыми заемщиками относительно остального мира являются США и Великобритания, а также Франция и Канада.

Таблица 4.5

Инвестиционная позиция ведущих рыночных экономик на конец 1999 г. (в млрд долл.)

Показатели	США	Великобритания	Япония	Германия	«Группа 7»
1. Суммарные зарубежные активы*	7173	3781	3014	2370	19 591
Суммарные зарубежные пассивы*	8647	4005	2184	2271	20 553
Превышение активов над пассивами	–1484	–224	830	99	–962
2. Суммарные прямые инвестиции	2616	694	249	422	4684
Превышение над вложениями в страну извне	–185	307	203	169	682
3. Портфельные вложения в акции	2027	608	285	508	3906
Превышение над вложениями в страну извне	504	–276	–548	127	–251
4. Портфельные вложения в долговые бумаги	557	608	957	385	3252
Превышение над вложениями в страну извне	–1806	115	625	–301	–1756

* Содержит показатели, не приведенные в таблице.

Источник: рассчитано по данным IFS, IMF.

Формально почти все «ухудшение» инвестиционной позиции «большой семерки» может быть отнесено на счет резкого увеличения покупки американских долговых бумаг остальным миром: с 685 млрд долл. в 1990 г. до 2 363 млрд долл. на конец 1999 г. Американские инвесторы на конец 1999 г. держали в своих портфелях всего лишь 557 млрд «чужих» долговых бумаг, зато вложили более 2 трлн долл. в форме портфельных инвестиций в финансовые инструменты других стран.

В значительной степени рост обязательств США перед остальным миром отражает покрытие привлеченным капиталом отрицательного сальдо торгового баланса США (по товарам). После 1997 г. еще более ускорился рост прямых иностранных вложений в американскую экономику, которые даже превысили американские инвестиции за рубежом (соответственно 2,8 трлн и 2,6 трлн долл.). Схожая структура международных вложений

присуща Германии[1]. Япония и Великобритания в большей степени кредитуют остальной мир, а сами выступают объектами вложений портфельного капитала.

В США фактически речь идет о приеме капитала с преимущественно фиксированным (и относительно низким) доходом. Более рискованные вложения в остальные страны приносят больший доход, но зависят от политической и правовой ситуации, макроэкономической стабильности в странах — объектах вложений. Рисковая премия по облигациям превращается в реализованный доход, если риски (и потери), ставшие причиной высокой премии, фактически не наступают[2]. Естественно, долговые и фондовые инструменты развивающихся стран служат объектом вложений инвесторов из развитых стран. Однако движение портфельного капитала в зону развивающихся рынков затруднено значительными страновыми рисками. С другой стороны, инвесторы вкладывают средства в эти инструменты только при условии высоких премий за риск. Для развивающихся стран прием такого капитала является желанным, но рискованным источником финансовых ресурсов. В случае валютных, банковских или иных финансовых (и политических) потрясений возникает объективная проблема возможного быстрого (и даже панического) оттока портфельного капитала. Интересно, что страны-члены «Группы 7» по своей агрегированной инвестиционной позиции «должны» остальному миру около 250 млрд долл. портфельного капитала, хотя по прямым инвестициям их «плюс» составляет примерно 700 млрд долл. (соответственно 4,7 трлн и 4,0 трлн долл.). Зарубежные вложения приносят доход, который реинвестируется в большей степени в США, чем в других странах. Например, репатриированный инвестиционный доход США от прямых инвестиций за рубежом вдвое превышает платежи другим странам от сопоставимого по объему (большего) иностранного капитала в США: 116 млрд по сравнению с 58 млрд долл. в 1999 г.[3] Это, возможно, также отражает разницу между высокодоходными (рискованными) вложе-

[1] Это, в частности, отражает устойчивость доллара и немецкой марки. Бегство капитала из развивающихся стран идет, естественно, в зону низких рисков и устойчивых валют.

[2] В этом смысле премия за риск выступает как страховка. Разница заключается в том, что при отсутствии «страхового случая» процент уплачивается вместе с рисковой премией вне дополнительных договоренностей.

[3] См.: The Globalist. Washington, D.C. 26.03.2001 (www.TheGlobalist.com).

ниями в третьих странах и низкорисковыми (и низкодоходными) вложениями в США, поскольку долговые бумаги американского казначейства являются точкой отсчета для исчисления рисков на рынке облигаций. Фактически, если рассматривать США как «единую корпорацию», то она заимствует относительно дешевый капитал по фиксированной ставке для более рискованных и высокоприбыльных вложений.

На этом фоне динамика предложения прямого иностранного капитала развитыми странами в 90-е годы отражала специфику, более связанную с новыми явлениями в экономическом развитии самих развитых стран, нежели с доходностью и рисками портфельного капитала. Информационная революция и продолжительный экономический подъем 1990-х годов, убыстряющиеся процессы глобализации и интеграции экономической жизни дали мощный толчок движению капиталов в мире, создав на рынке портфельного (включая акционерный контроль) капитала такую гомогенность среды, что понятие «иностранные инвестиции» внутри этого пространства постепенно становится все большей условностью. Вряд ли голландский капитал воспринимается ныне как «иностранный» во Франции или Германии. Страны развитого мира во многом унифицировали правовую среду для национальных и иностранных инвестиций[1]. Разумеется сохраняются различия, на базе которых идет конкуренция, но ключевые факторы определились: права собственности, прозрачность административных правил и прочее. Эта тенденция существенно влияет на условия, которые должны создавать развивающиеся страны с более высокими политическими и коммерческими рисками для внешних инвесторов.

Данная картина отчасти объясняет усиливающуюся тенденцию к концентрации вложений прямого капитала в самих развитых странах в конце 90-х годов XX в.[2], что свидетельствует об определенном изменении по сравнению с характером вывоза прямого капитала в середине 1990-х годов. Фактически объем

[1] Условно (для целей нашего анализа) развитыми мы считаем страны с доходом более 9 тыс. долл. ВВП (по ППП) на душу населения (ОЭСР до расширения) плюс более развитые восточноевропейские страны.

[2] Резкое увеличение движения капитала внутри континентальной Европы легко объяснимо интеграционными процессами, которые превращали «иностранные» инвестиции в миграцию капиталов во все более униформном пространстве зоны евро.

вывозимого (только) прямого капитала из 12 ведущих стран увеличился в 1990–1999 гг. более чем в три раза. Этот процесс шел неравномерно, скачками, отражавшими влияние как экономического роста и развития интеграции, так и финансовых потрясений. В 1990–1993 гг. 12 ведущих стран вывозили в год 180–220 млрд долл. прямого капитала, одновременно принимая по 100–150 млрд долл. в год. К 1997 г. вывоз достиг 370 млрд долл., а к 1999 г. он более чем удвоился — до 778 млрд долл. Сумма прямых вложений в эти страны составила в том же году 84% вывоза (646 млрд долл.). Конечно, данная тенденция к замыканию носит временный характер и новая диверсификация потоков в будущем весьма вероятна, хотя трудно предсказать, когда произойдет следующий скачок в объеме вывоза за пределы группы развитых стран. В то же время закономерности такой реориентации потоков капитала в 1998–1999 гг. в общем ясны. Прямой капитал пойдет туда, где уже создан климат для вложений, существует четко сформулированная позиция правительства, бизнеса и общества в отношении сотрудничества с иностранными предпринимателями. В будущем страны, в том числе Россия, отстающая от других стран с переходной экономикой с формированием инвестиционного климата, не могут рассчитывать на то, что условия прихода (массового) капитала будут сколько-нибудь серьезно отличаться от тех, которые сложились в ведущих в этом отношении странах, поскольку это закон конкуренции.

Рост предложения прямого капитала в развитых странах не означал, что инвесторы были готовы пойти на снижение рисковых требований при вложениях в развивающиеся и переходные страны. Наоборот, «азиатский» кризис их очень насторожил. Падение рейтингов для финансовых инструментов в развивающихся странах двояко отразилось на притоке прямых инвестиций. При устойчивой политической и правовой обстановке, макроэкономической стабильности прямые инвестиции не несут немедленных валютных и иных рисков. Прямые вложения продолжаются (например, в Россию) и при невозможности осуществления широких долговых операций, но они не могут быть особенно высокими. Например, с 1999 г. наблюдается заметный прирост прямых иностранных вложений в Республику Корея, которая ранее — до финансового кризиса — заимствовала больше долговой капитал. В общем же случае — повторимся для уверенности — прямые

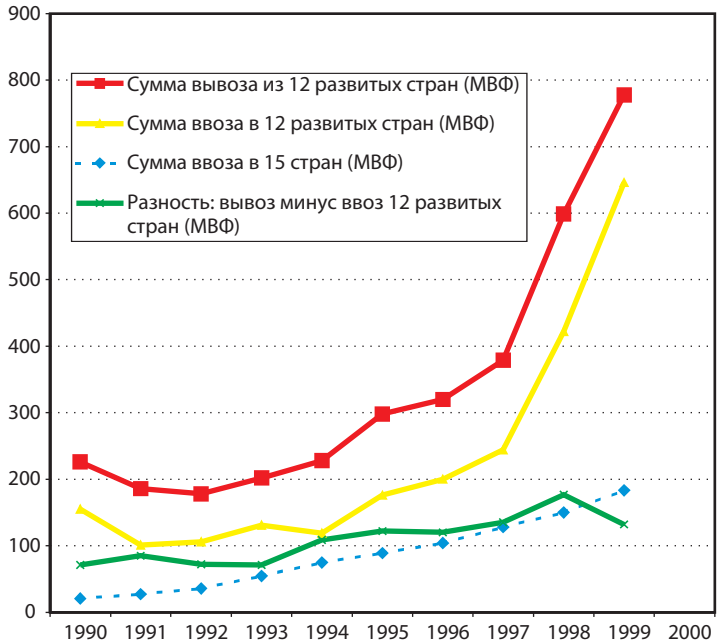

Рис. 4.5. **Прямые иностранные инвестиции в 1990-е годы (в млрд долл.)***

* Двенадцать развитых стран — см. табл. 4.1; 15 развивающихся стран здесь и ниже: Аргентина, Бразилия, Мексика, Чили, Индия, Китай и Гонконг, Малайзия, Корея, Сингапур, Таиланд, Венгрия, Польша, Чехия, Россия.

Источник: статистика МВФ.

инвестиции идут туда, где инвестиционный климат не только создан, но и апробирован.

В 1985–1987 гг. уровень притока прямых инвестиций в развивающиеся страны колебался в пределах всего лишь 9–13 млрд долл. В 1990-е годы резко усилилась интенсивность направляемых в них потоков прямого капитала. Этот процесс характеризовался двумя скачками: в 1990–1995 гг. вложения возросли в четыре раза — с 24,2 млрд до 105,6 млрд долл.; они достигли 172,6 млрд долл. в 1997 г., после чего в 1997–2000 гг. наблюдалось выравнивание кривой (см. рис. 4.5). То есть именно в период удвоения экспорта капитала из 12 ведущих стран его ввоз в развивающиеся страны

остановился. За эти годы, по оценке Всемирного банка, доля последних в иностранных инвестициях упала с ⅓ до ⅙[1].

Страны, которые были готовы к приему инвестиций или осуществили в этих целях специальные меры, сумели воспользоваться ситуацией. Конкурентная борьба за приток капиталов в основном закончилась в пользу нескольких стран Латинской Америки и Центральной Европы, а также Китая. Чистый вывоз капитала из 12 ведущих стран примерно равен ввозу прямого иностранного капитала в 15 развивающихся стран (включая Гонконг за 1998–1999 гг.) и сопоставим с агрегированными данными МБРР. Потенциальное предложение прямого капитала (чистый вывоз из развитых стран) выступает как ограничение для ввоза капитала в развивающиеся страны.

Этот объективный факт стал очевиден вследствие финансового кризиса 1997–1998 гг., который резко изменил всю систему рисков для инвесторов, а также характер предпочтений по видам иностранного капитала для стран-реципиентов. Рис. 4.6 отражает не только и не столько громадный рост вложений в развивающиеся страны за последние 15 лет, сколько сдвиг от относительно высокой роли портфельного и долгового капитала в пользу прямых инвестиций. Но для их приема необходимы опыт управления, владение соответствующими технологиями, отсутствующими в большинстве стран с «нарождающимися рынками».

Отметим, что приток большого объема прямого, как, впрочем, и портфельного, иностранного капитала в развивающиеся страны — явление, характерное для 1990-х годов. «Пик» портфельных инвестиций пришелся на 1996 г. (49,2 млрд долл.) и был вновь достигнут лишь в 2000 г. после глубокого падения (до 15,6 млрд долл.) в 1998 г. Еще сложнее динамика частных займов развивающимся странам. Подрыв доверия к заемщикам был столь серьезным, что объем кредитов упал с 97–99 млрд долл. в 1996–1997 гг. до минус 0,7 млрд в 1999 г.[2]. В 2000 г. их величина возросла до 31,3 млрд долл., что оставляет надежду на продолжение роста и в будущем. Однако частные займы также могут

[1] Recent trends in the transfer of resources to developing countries. Wash., D.C.: the World Bank. 2001. April 2.

[2] Recent trends in the transfer of resources to developing countries. Wash., D.C.: the World Bank. 2001, April 2.

оказаться сконцентрированными в странах с более надежными банковскими системами.

Поток прямых инвестиций из развитых в развивающиеся страны в 1998–1999 гг. сконцентрировался в ограниченном числе стран, создавших соответствующие условия в предыдущее десятилетие. Если еще в 1995 г. доля Аргентины, Бразилии, Чили, Мексики, Кореи и Польши составляла 32% от 89 млрд долл. всех инвестиций в 15 развивающихся стран, то к 1999 г. их доля повысилась до 51% от 183,5 млрд долл. В странах Латинской Америки приток прямого иностранного капитала в 1998–1999 гг. объяснялся не их невосприимчивостью к последствиям финансового кризиса, а настойчивостью их правительств в проведении политики, направленной на привлечение иностранного капитала. Финансовые трудности заставили их искать пути преобразования в стране, в том числе и путем приватизации и привлечения стратегических инвесторов. Эти страны прибегли к широкой продаже контрольных пакетов акций стратегическим инвесторам (преимущественно иностранным) в крупных компаниях, что было обусловлено желанием как решить бюджетные проблемы, так

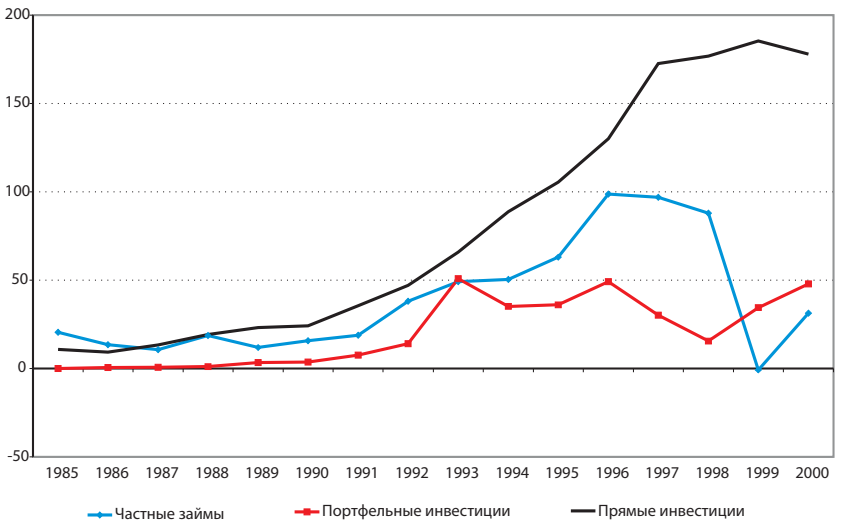

Рис. 4.6. **Динамика вложений в развивающиеся страны (в млрд долл.)**

Источник: Recent trends in the transfer of resources to developing countries. Wash., D.C.: the World Bank. 2001. April 2.

и обеспечить эффективное развитие экономики. Примерно половина иностранного капитала, пришедшего в страны Центральной и Восточной Европы, также оказалась связанной с приватизацией.

Движение прямого капитала в мире в 2001–2005 гг. в докладе «Мировые инвестиционные перспективы» оценивается в 880 млрд долл. в среднем за год[1]. При этом предполагается сохранение высокой концентрации вложений. На пять стран «большой семерки» (без Японии и Италии), как ожидается, придется более 50% потоков капитала. В десятку крупных получателей прямых инвестиций из развивающихся стран войдут только Китай (с Гонконгом) и Бразилия.

Предложение прямого капитала в мире, видимо, вступило в совершенно новую стадию по своим масштабам и интенсивности. В то же время концентрация потоков капитала в странах с более унифицированными стандартами предпринимательства — ЕС, ведущие страны Латинской Америки, некоторые страны Центральной и Восточной Европы и Юго-Восточной Азии — скорее, создает проблемы для остальных стран, обделенных инвестициями. Потребуются более ясные и адекватные институциональные условия, чтобы иностранный предпринимательский капитал стал серьезной движущей силой развития не только производства, но и институциональной основы рыночной экономики.

Россия на фоне стран с переходной экономикой — итоги 1990-х годов

Прошедшее десятилетие позволяет подвести первые итоги начального периода трансформации стран с плановой экономикой наряду с другими странами с «нарождающимися рынками». Приходится констатировать, что в процессе формирования рыночных отношений в России иностранный капитал не сыграл сколько-нибудь заметной роли как в области приватизации, так и в отношении прямого финансирования проектов. Это отличает ее (и большинство стран-членов СНГ) от стран Центральной и Восточной Европы, Латинской Америки и Юго-Восточной Азии. В каждом регионе мира выделились ведущие и успешные страны, как и группы стран, процессы трансформации в которых значительно отстают от лидеров. Страны, испытывавшие серьезные

[1] Цит. по: Экономист. 24.02.2001. С. 80.

проблемы с торговыми и платежными балансами, естественно, были более активными и, главное, последовательными в привлечении прямого капитала как единственного внешнего источника долгосрочного недолгового капитала. Соответственно необходимость и желательность привлечения иностранного капитала способствовали формированию институциональных основ развития рыночной экономики: четкой спецификации прав собственности, адекватных требованиям рынка законодательства и регулирования. В этой связи возникает несколько естественных вопросов: использовала ли Россия свои потенциальные возможности для привлечения капитала; нуждается ли она в иностранном капитале для поддержания внутреннего накопления; каковы перспективы конкуренции за прямой иностранный капитал?

Роль прямых иностранных инвестиций в общем накоплении капитала в России осталась весьма ограниченной. Приток портфельного, долгового капитала на частном (и государственном) уровне в страну в 1995–1998 гг. завершился полным фиаско. «Пирамида» ГКО, кредитные линии и форвардные контракты 1996–1997 гг. привели к финансовому краху, сокрушившему «раннюю банковскую капитализацию» и подорвавшему систему внутренних государственных обязательств. Поэтому резко возросла роль именно прямого капитала, поскольку остальные формы притока финансовых ресурсов из-за рубежа не могут дать серьезных трансформационных эффектов.

Фактически Россия упустила шанс на привлечение значительных масс прямого иностранного капитала дважды. Первый раз это произошло в 1993–1995 гг., когда страна была занята ваучерной приватизацией, исключавшей как прямую продажу предприятий стратегическим инвесторам, так и организованное участие прямого капитала в процессе обмена ваучеров на собственность[1]. Именно в этот момент вложения в Венгрию достигли своего максимума, стали расти инвестиции в Польшу, начали реализовываться крупные программы приватизации с участием иностранного капитала в странах Латинской Америки и произошел «взлет» вложений в китайскую экономику. Конкурентную борьбу за иностранные инвестиции выиграли «прагматики» — те страны, которые не были втянуты в теоретические споры о вреде

[1] Важно отметить, что в Чехии основу роста в 90-х годах XX в. составляют предприятия, проданные вне ваучерной схемы.

льгот для иностранных инвесторов, об абсолютных преимуществах национального режима[1].

Экономический рост в странах Юго-Восточной Азии до финансового кризиса 1997 г. базировался не на прямых иностранных инвестициях, а на внутренних источниках накопления и заемных средствах (см. рис. 4.7). Сохранили и усилили свои позиции после кризиса Венгрия, Польша и Чехия, на которые приходится львиная доля иностранных инвестиций в регионе. Некоторое сокращение вложений в Китай может отражать либо достижение определенного уровня «насыщения», либо рост вложений через Гонконг. Явными «чемпионами» послекризисного периода стали ведущие страны Латинской Америки. Здесь основную роль сыграла приватизация. В частности, в 1990-е годы Аргентина получила через приватизацию 21 млрд долл. иностранных инвестиций[2], а в 1999 г. их уровень достиг почти 24 млрд долл. Второй шанс был упущен после финансового кризиса.

Впечатляющие результаты показала Бразилия, которая использовала доходы от продажи собственности для погашения долга (в основном внутреннего), а за счет инвестиционных условий тендеров обеспечила лучшее развитие приватизированных предприятий. Общие доходы государства от приватизации в 1991–2000 гг. составили более 100 млрд долл., из которых 32% получено в энергетическом секторе и 31% — в сфере телекоммуникаций. Иностранный капитал в этих процессах до 1996 г. играл незначительную роль. Зато в 1996–2000 гг., когда страна столкнулась с финансовыми трудностями, доля иностранных инвесторов во всех приватизационных доходах при тендерных продажах крупных компаний повысилась с 20% до 42–48%. В результате поступления от иностранных инвесторов всего лишь за несколько лет достигли примерно 30 млрд долл. в год, что сравнимо (среди развивающихся стран) только с вложениями в Китай[3].

[1] Одно из простейших объяснений бизнесменов по поводу «волны» иностранных вложений в Китай звучит следующим образом: «Там не бывает дефолтов».

[2] *Сырмолотов Д.* Экономические реформы в Аргентине // Вопросы экономики. 2000. № 9. С. 113.

[3] Privatization in Brazil, Results & Agenda. BDES, November 2000. См. также: *Редькин В.* Экономические реформы в Бразилии в 90-е годы // Вопросы экономики. 2000. № 9.

Во многих странах Центральной и Восточной Европы, Латинской Америки накопленный объем иностранных инвестиций достигает 3–5% ВВП и более, что составляет значительную долю внутреннего накопления. Тем самым компенсируется нехватка собственных сбережений и отчасти — необходимость отвлечения немалых средств на обслуживание внешнего долга.

У стран, успешно привлекавших большие массы иностранного капитала, помимо очевидных различий, оказывается и много общего: репутация надежности и сохранности вложений; история хороших отношений с инвесторами; критическая масса инвестиций и перспективы их инерционного роста. Так что ответ на первый вопрос — об успехах привлечения Россией иностранного капитала — является отрицательным. Страна не использовала существовавшие в 1990-е годы шансы для обеспечения притока внешнего капитала.

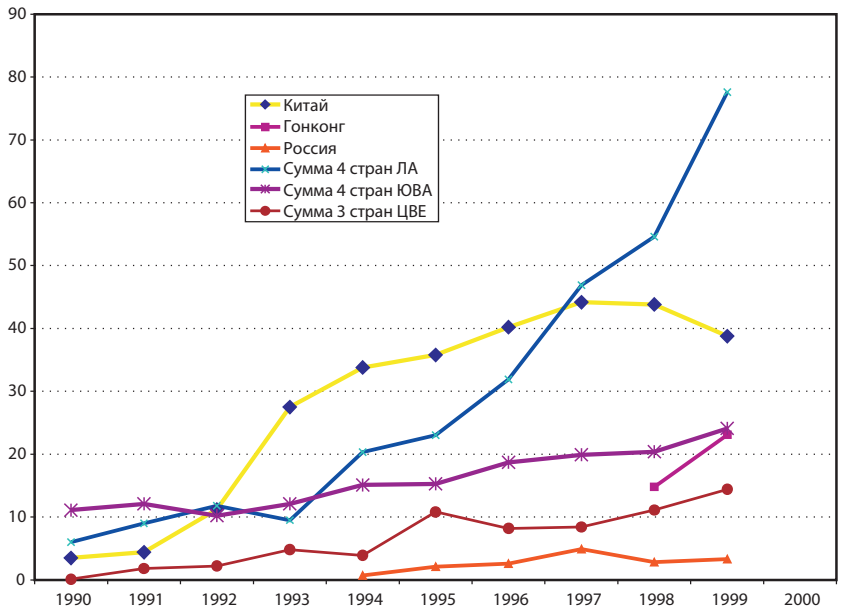

Рис. 4.7. **Динамика ввоза прямого иностранного капитала в развивающиеся страны по регионам в 1990-е годы (в млрд долл.)**

4 страны ЛА: Аргентина, Бразилия, Мексика, Чили;
4 страны ЮВА: Корея, Малайзия, Сингапур, Таиланд;
3 страны ЦВЕ: Венгрия, Польша, Чехия.
Источник: статистика МВФ.

В России фискальные соображения, опасения потерять те или иные доходы, а также интересы отечественного бизнеса способствовали формированию подхода, направленного, скорее, на общее улучшение инвестиционного климата в стране, чем на разработку специальных мер по привлечению инвестиций[1]. Решение практических проблем, волновавших иностранных инвесторов, нередко затягивалось.

В условиях российской экономической (и политической) нестабильности было только два радикальных способа привлечь иностранный капитал: либо включить иностранцев в приватизационные процессы, либо предоставить те или иные государственные гарантии по крупным проектам и налоговые льготы. Активные попытки улучшить инвестиционный климат предпринимались в России в середине 1990-х годов[2]. Страны-неудачники с точки зрения привлечения иностранных инвестиций в 1990-е годы делятся на две группы: тех, кто не смог обеспечить благоприятный инвестиционный климат на протяжении всего десятилетия, и тех, кто понес потери вследствие финансового кризиса 1997–1998 гг. К первой группе относится много развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Россия получила крупные суммы иностранного капитала, в частности, портфельного, в основном в течение нескольких лет перед крахом августа 1998 г. Однако по сравнению с потребностями именно в иностранном участии в процессе трансформации Россию приходится отнести к обеим группам сразу. Одной из причин неспособности нашей страны создать адекватные условия для иностранного капитала в течение целого десятилетия было, по-видимому, постоянное ожидание скорой макростабилизации и последующего немедленного экономического подъема (включая приток иностранного капитала).

Ответ на вопрос, нуждается ли Россия в иностранном капитале для финансирования экономического роста, будет также отрицательным. Валовой отток капитала на протяжении последних четырех лет стабилизировался на уровне 20–25 млрд долл.

[1] Отметим отдельные попытки создать стимулы для иностранных инвесторов — например, Указ Президента РФ «О дополнительных мерах по привлечению иностранных инвестиций в отрасли материального производства Российской Федерации» от 25 января 1995 г. № 73.

[2] В 1989–2000 гг. было выпущено более тридцати законов РФ, указов Президента РФ и постановлений Правительства РФ по вопросам иностранных инвестиций, из них половина — в 1994–1997 гг.

в год (см. табл. 4.6), хотя после финансового краха августа 1998 г. постепенно увеличивается его легальная часть, поддающаяся учету. В целом — это нормальное явление для страны с большим положительным сальдо торгового баланса, как и для страны, открывающейся для глобальных операций. Установка начала 1990-х годов, унаследованная от планового хозяйства, на административное удержание всего капитала в стране, по-видимому, оказалась неверной. У страны с огромной промышленностью, большим экспортным сектором, немалым числом предприятий за рубежом, построенных с участием СССР, имеется разумная потребность в экспорте капитала для создания инфраструктуры, обеспечивающей ее внешнеэкономические связи. Поэтому, хотя значительная часть оттока капитала из России в 1990-е годы происходила с нарушением валютного контроля, экономически он может рассматриваться как отражение вполне рациональных рыночных стратегий компаний вне контекста «бегства от нестабильности».

Россия экспортирует капитал и не нуждается в чисто финансовых заимствованиях, хотя ресурсы и потребности в инвестициях очень неравномерно распределены по секторам экономики и отраслям промышленности. Иначе говоря, она экспортирует из одной группы отраслей и нуждается в импорте капитала в остальных своих секторах. По мере неизбежной либерализации капитальных счетов процесс легализации экспорта капитала будет продолжаться, что свойственно стране с большим положительным сальдо торгового баланса. Импорт иностранного и репатриация российского капиталов будут подчиняться общим законам частного инвестирования. Проблема обеспечения благоприятного инвестиционного климата сохранит свое значение[1].

Объем накопленных иностранных инвестиций в России растет несколько быстрее за счет реинвестирования прибылей, что отражает статистика Госкомстата РФ[2]. Правда, его данные часто пересматриваются, но все же имеют то достоинство, что учитывают реинвестирование прибылей. В результате объем иностранного капитала в России возрастает уже за счет естественных источников внутреннего финансирования, что особенно заметно в 1999–2000 гг. (ср. строки 2 и 2а в табл. 4.6)

[1] См.: Инвестиционный климат в России. М.: Экспертный институт, 2000.

[2] Оценка Госкомстата РФ накопленного объема прямых инвестиций на 01.01.94 с учетом вложений, сделанных в советский период.

Таблица 4.6

Россия: прямые инвестиции и отток капитала (в млрд долл.) (статистика платежного баланса: (+) — приток; (–) — отток)

Показатели	1994–1996 гг., в сумме	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
1. Экспорт прямого и портфельного* капитала из РФ	–2,43	–3,17	–1,3	–1,93	–3,3
2. Ввоз прямого капитала в РФ	5,24	4,78	2,5	2,81	2,7
2а) Справочно: прирост прямых инвестиций**	5,0	5,39	3,36	4,26	4,43
3. Превышение ввоза над вывозом	2,81	1,61	1,2	0,88	–0,6
4. Вложения в зарубежные активы банковского сектора (колонка 25 баланса ЦБ)	–1,92	–1,26	0,28	–3,39	–3,48
5. «Бегство» капиталов*** (колонки 28+29+41 баланса ЦБ))	–36,26	–23,14	–23,93	–17,52	–18,82
6. Валовой вывоз капитала (сумма строк 1, 4, 5)	–40,61	–27,57	–24,95	–22,84	–25,53
7. Чистый вывоз капитала (сумма строк 3, 4, 5)	–35,37	–22,79	–22,45	–20,03	–23,05
8. Отношение легального вывоза к валовому, % (строки. 1+4, деленные на строку 6)	10,7	16,1	4,1	23,3	26,8

* портфельные вложения за рубежом незначительны;

** данные Госкомстата РФ включают реинвестируемые прибыли;

*** невозвращенная выручка, кредиты, пропуски и ошибки.

Источник: Бюллетень банковской статистики. ЦБ РФ. 2001. № 4. Табл. 1.4; Российский статистический ежегодник. Госкомстат РФ. 2001; Социально-экономическое положение России. Госкомстат РФ. Январь 2001. С. 133.

Новым явлением в 2000 г. стало превращение России в нетто-экспортера прямых инвестиций. Лишь на первый взгляд это вызывает удивление, поскольку прошлый год характеризовался высокими темпами экономического роста и общей социально-политической устойчивостью. Однако невозможность эффективного размещения «избыточных» экспортных доходов во внутренних корпоративных ценных бумагах или в банках (в связи с их низкой капитализацией) серьезно ограничивает межотраслевой перелив капитала из экспортных отраслей в те сектора российской эко-

номики, которые более всего нуждаются в доступе к свободным сбережениям: машиностроение и финансовый сектор.

Таблица 4.7

Отраслевое распределение прямых иностранных инвестиций в трех странах ЦВЕ и России в 2000 г. (в % к сумме*)

	Россия	Венгрия	Польша	Чехия
Пищевая промышленность	18,5	9	13	7
Машиностроение	5,1	21	14	12
Связь	8,5	8	6	9
Жилищно-коммунальное хозяйство	0,1	17	1	5
Торговля**	18,9	11	10	17
Финансовый сектор	0,6	11	22	15

* часть показателей не влючена; ** включая общественное питание.

Источник: Социально-экономическое положение России. Госкомстат РФ. Январь 2001. С. 133–134; European Emerging Markets, Morgan Stanley Dean Witter, February 9, 2001, Exhibit 5.

Восточноевропейские страны в целом завершили трансформационный этап формирования рыночных институтов, тогда как Россия начинает реализацию масштабной программы «ремонта» сложившегося в 1990-е годы российского капитализма. С учетом примерно впятеро большего притока инвестиций в эти страны (см. рис. 4.6) немалый интерес представляет распределение прямых иностранных инвестиций по секторам и отраслям экономики. Главное отличие стран ЦВЕ от России — существенно большая доля инвестиций в финансовый сектор и машиностроение (см. табл. 4.7). После использования первого эффекта приватизации, проведения структурных реформ в странах ЦВЕ происходит поворот к инвестициям, связанным с их ожидаемым вступлением в Европейский Союз. В России же иностранные инвестиции направляются главным образом в топливную и пищевую промышленность, но их трудно привлечь в неэкспортные отрасли.

Проблемы экономической политики в отношении иностранных инвестиций

В течение периода трансформации привлечение иностранного капитала в России рассматривалось не только как фактор перехода от плана к рынку, включения в процессы глобализации

или естественный путь «европеизации» страны и налаживания тесных отношений с деловыми кругами развитых стран. Скорее, речь шла именно о притоке финансовых ресурсов в Россию, при этом отечественный капитал уходил за границу.

Нельзя сказать, что разработчики экономической политики не знали о важности использования иностранного капитала или не были осведомлены о методах его привлечения.

Еще программа «500 дней» уделила данному вопросу внимание: «В наших интересах привлекать иностранные инвестиции в различных формах, в том числе стопроцентного иностранного предприятия. ...Стимулирование иностранного предпринимательства не должно ограничиваться налоговыми скидками. Необходимо создать комплексную систему привлечения иностранного капитала на основе четких политических гарантий, подготовки кадров и инфраструктуры, обеспечения, системы коммуникаций»[1].

В правительственных программах начального периода радикальной трансформации российской экономики теме иностранных инвестиций было уделено определенное внимание: «Мировой опыт показал, что прямые иностранные инвестиции имеют ряд преимуществ по сравнению с другими видами экономической помощи... Успех усилий, предпринимаемых для привлечения иностранных инвестиций, будет зависеть в значительной степени от способности Правительства координировать деятельность заинтересованных министерств и ведомств (как в качестве генеральной стратегии, так и в виде отдельных проектов), обеспечить проведение единой политики в отношении иностранных инвестиций и оказание необходимого содействия иностранным инвесторам»[2]. В этом подходе в общем виде содержалась идея участия иностранного капитала в трансформационных процессах. Роль последнего в российских условиях не могла быть изначально очень велика, тем более что поворот от планового хозяйства к продаже собственности иностранцам — дело весьма нелегкое.

Почему же иностранный капитал оказался исключенным из масштабной приватизации? Ответ на этот вопрос, по всей

[1] Переход к Рынку (Концепция и Программа «500 дней»). М., 1990. С. 118–119.

[2] Программа углубления экономических реформ (проект). М., 1992. С. 204, 210.

видимости, довольно прост. Российская экономика состоит из трех секторов, частично изолированных друг от друга с точки зрения движения финансовых потоков[1]. Экспортные отрасли обладают значительными финансовыми возможностями и в общем могут обойтись без массированного присутствия иностранного капитала как источника средств. Они сотрудничают с западными финансовыми институтами и непосредственно не заинтересованы в радикальном улучшении и развитии банковской системы и других финансовых институтов в России. Сектор фундаменальной науки и оборонный комплекс, очевидно, являются последними, куда приходит иностранный капитал, поскольку они обычно финансируются либо своим государством, либо другими государствами при торговле оружием. Грантовая международная помощь науке, конечно, далека от прямой приватизации и передачи собственности иностранным компаниям. Именно гражданская несырьевая сфера экономики в наибольшей степени нуждалась в иностранном капитале, причем и как в ресурсе, и как в способе включения в мировую экономику, реструктурирования и повышения эффективности. Этот сектор прежде всего заинтересован в благоприятном инвестиционном климате и развитой банковской системе.

В период приватизации, начиная от экспериментов 1989–1991 гг. и фактического установления новыми собственниками (часто менеджерами) контроля над собственностью и финансовыми потоками предприятий вплоть до обмена «кредитов на акции» в 1995 г., «революция собственности» происходила в основном в интересах директорского корпуса (с известными вариациями в пользу министерского уровня). Иностранный предпринимательский капитал, видимо, был бы слишком серьезным конкурентом при распределении собственности согласно какому-нибудь единому принципу. До завершения в основном приватизации в 1995 г. государство так и не решилось предпринять активные усилия по прямой продаже собственности иностранным инвесторам. Большая доля собственности, оказавшаяся в руках иностранных держателей, была куплена ими у ее первичных (вторичных-третичных) владельцев после приватизации.

[1] См.: Том 1 Раздел 1.5.1 данного издания.

Нередко иностранных инвесторов упрекают в том, что они стараются работать в экспортных отраслях, максимизируют доход и обходят риски или не решают те или иные проблемы страны. На частного капиталиста, по существу, иногда переносятся нормы, свойственные национальному планированию социально-экономического развития. Инвестор не может самостоятельно принимать решения, выгодность которых выходит за пределы его интересов. Видимо, привлечение иностранного капитала возможно лишь на его условиях, при соблюдении и регулировании баланса национальных интересов на уровне законодательства. Законодатель и регулирующие органы призваны создать для иностранных инвесторов условия не худшие, чем в других странах, с тем чтобы полнее использовать соответствующий положительный эффект от привлечения внешних инвестиций.

Текущая экономическая ситуация в России улучшается, но все еще не столь благоприятна, чтобы вопрос о национальных приоритетах в области привлечения иностранного капитала мог быть закрыт как академический. Остается вопрос его использования при приватизации для решения долговых проблем. Разумеется, это предполагает проведение координированной бюджетной, долговой и приватизационной политики на протяжении нескольких избирательных циклов.

Предлагаемые в последнее время инновационные схемы обмена задолженности на элементы собственности в стране выглядят привлекательными, но в мировой практике научились обходиться простыми средствами: приватизацией и выкупом. Решению долговых проблем через приватизацию препятствует низкий уровень капитализации большинства компаний страны. Даже такие гиганты, как ОАО «Газпром», нефтяные компании и др., остаются чрезвычайно низко капитализированными по сравнению с аналогами в других регионах, что затрудняет привлечение средств в бюджет путем продажи небольших пакетов их акций.

На частном уровне ресурсы могут притекать и в форме портфельных инвестиций и кредитных линий. Эффективное использование портфельного капитала — достоинство развитых рынков капитала. В странах с «формирующимися рынками» приток портфельного капитала (покупка пакетов финансовых инструментов)

предполагает очень высокий уровень защиты прав собственности, в частности, миноритарных акционеров. Кроме того, требуется определенный уровень корпоративного управления и уверенность, что менеджеры действуют в долгосрочных интересах всех акционеров, а не только контролирующих. Приток долгового капитала также предполагает достаточную устойчивость и высокую капитализацию национальных компаний и банков, поскольку правила предоставления кредитов в мире все больше ужесточаются и основываются на международных нормах, увязанных с размерами собственного капитала и величиной ликвидных активов заемщиков.

Скачок нормы сбережений в России в 1999–2000 гг. произошел в государственном секторе и был обусловлен необходимостью обслуживания внешнего долга. Продолжается отток капитала в легальных и теневых формах. Финансовая система, рынки капитала России еще не в состоянии быстро и надежно перераспределять свободные ликвидные активы из топливно-сырьевых экспортных отраслей в проекты предприятий обрабатывающей промышленности и других секторов народного хозяйства. Это одна из главных слабостей нашей пореформенной экономики, без решения этой проблемы борьба с бегством капитала безнадежна. Для сокращения оттока капитала необходимы наличие множества прибыльных проектов и упорядочение системы взаимоотношений «кредитор — должник».

Норма накопления в 1999–2000 гг. осталась на уровне 1998 г. (см. табл. 4.8). Значительное увеличение капиталовложений в стране в 2000 г. отражает быстрый рост ВВП и некоторое повышение нормы накопления, причем иностранный капитал принял в этом процессе довольно ограниченное участие. Пока еще рано говорить об инвестиционном подъеме, то есть о росте нового физического капитала, мощностей и эффективности. Выпуск следует колебаниям мировых цен и курса рубля к доллару и осуществляется на базе старых мощностей. Обновление доставшегося в наследство от Советского Союза физического капитала идет крайне медленно, особенно в инфраструктурных отраслях.

Иностранные инвестиции не могут серьезно изменить масштабы накопления в стране, если их объем не возрастет в два–три раза (то есть до 3–4% ВВП в год). При сохранении существую-

щих внешнеэкономических параметров такой рост предполагает дополнительный вывоз капитала (включая обслуживание долга). Впрочем, с точки зрения положительного воздействия на рыночную среду и эффективность производства такое замещение было бы теоретически желательным. Мировой опыт показывает, что потребуется более существенный и длительный рост внутренних инвестиций для того, чтобы иностранные инвесторы «подключились» к экономическому подъему. С учетом российской специфики должно быть восстановлено доверие к российскому бизнесу с тем, чтобы он стал восприниматься как надежный партнер по портфельным или долговым операциям в значительных масштабах. Для российского бизнеса с низкой капитализацией прием долгового и портфельного капитала чреват угрозой потери контроля. В качестве младших партнеров и кредиторов инвесторы будут стремиться вкладывать средства только в наиболее надежные компании, тогда как вся суть инвестиционного бума — в широком охвате отраслей и различных типов вовлеченных предприятий.

Таблица 4.8

Сбережения и накопление в России в 1995–2000 гг. (в % к ВВП*)

	1995	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000****
Сбережения, в том числе:	27,8	26,6	21,4	17,9	29,7	36,3
прирост валютных резервов	3,1	–0,7	0,5	–1,9	0,9	6,4
Сальдо ***	–0,9	2,9	–0,5	–1,7	12,0	12,1
Валовое накопление	25,4	24,6	23,5	17,7	16,8	17,8
Справочно: приток прямых инвестиций	0,6	0,6	1,1	0,9	1,5	1,0
отток прямых инвестиций	–0,6	0	–0,7	–0,5	–1,0	–1,3

* ВВП пересчитан по текущему курсу доллара;

** предварительные данные;

*** сальдо прочих капитальных операций: (–) — отток капитала; (+) — приток капитала в страну.

Источники: рассчитано по: информация Госкомстата и ЦБРФ.

Важно отметить изменения стратегии иностранных инвесторов в России в 1990-е годы. В начале периода трансформации в России, после окончания холодной войны (и до всевозможных приватизационных скандалов и дефолтов) крупный иностранный бизнес предполагал, что Россия останется важным источником

технологий, поставок многих потребительских и промышленных товаров для своих прежних союзников. Поэтому первые планы инвесторов, как показали специальные исследования того времени, были ориентированы на покупку и создание опорных пунктов в России в том числе и для выхода на рынки прежнего СЭВ, республик бывшего СССР и т.п. За годы кризиса и хаоса эти возможности были утеряны. Прямые иностранные инвестиции в известном смысле «откочевали» из России в страны Центральной и Восточной Европы.

Бытовавшие ранее иллюзии о высокой инвестиционной привлекательности России доказали свою беспочвенность. Приходится признать, что страна проиграла десятилетний период конкуренции с нашими соседями за привлечение «культурного западного или восточного инвестора». Опрос 50 действующих в России европейских компаний, произведенный весной 2000 г., подтвердил, что их решения о развитии операций в России основывались преимущественно на больших масштабах российского рынка[1]. Тем самым пока не приходится рассчитывать, что иностранные инвесторы будут существенно менять структуру экспорта России в кратко- и среднесрочной перспективе, повышая в ней долю товаров с высокой степенью обработки.

Будущее предпринимательского капитала в России можно во многом оценивать по действиям иностранных инвесторов. Если на предыдущих этапах трансформации государство могло «привести за руку» иностранный капитал, то теперь его будущее будет в большей степени определяться горизонтальными отношениями бизнес — бизнес, оставляя, разумеется, за государством общую ответственность за климат. Образование российских крупных финансово-промышленных групп по отраслевому или вертикальному признаку, появление структур с элементами конгломерата (металл — машиностроение) создают новую ситуацию. Теперь это в большей степени зависит от общей ситуации и инвестиционного климата в России и позиции отечественных групп, контролирующих основные производственные активы в стране. Решающую роль в привлечении иностранного капитала в дальнейшем,

[1] *Аренд Р.* Прямые инвестиции в российскую экономику — стоит ли овчинка выделки? Обзор российской экономики. Бюллетень Российско-Европейского Центра Экономической политики. 2000, 14 июня.

возможно, будут играть формирующиеся финансово-промышленные группы, конфигурация которых претерпела огромные изменения после кризиса августа 1998 г. Инвестиции в Россию могут продолжать приходить в форме реализации частичных пакетов, фактически на принципах проектного финансирования, совместного предпринимательства, с постепенным повышением размера и сложности как проектов, так и (гибридных) схем финансирования. Со временем этот опыт может способствовать более широкому участию предпринимательского капитала в инвестиционном подъеме в России.

Как капиталоэкспортирующая страна, характеризующаяся одновременно высоким уровнем обслуживания внешнего долга (особенно в бюджете), Россия не нуждается собственно в финансовых ресурсах, сколько в рациональном использовании своих экспортных доходов. Доллар, вывезенный российским бизнесом, не «равен» доллару, ввезенному иностранными предпринимателями при условии, что последние приходят с новыми технологиями, связями с мировым рынком, опытом эффективного управления.

В ближайшие годы России предстоит переломить негативные тенденции в конкуренции за иностранное участие в возрождении российской (несырьевой) экономики на новом технологическом уровне. Необходима серьезная работа по созданию условий для конкуренции с уже сложившимися зонами эффективного привлечения иностранного капитала. Не следует забывать, что, как бы благожелательно российские законодатели или исполнительные власти ни относились к иностранным инвесторам, решения об инвестировании принимаются не мгновенно, а расчеты включают сравнения с ближайшими странами-конкурентами, где политические, валютные, налоговые и прочие риски существенно снижаются фактом длительного масштабного присутствия иностранного капитала.

Даже при фактическом соблюдении принципа национального режима для иностранных инвесторов в области налогов и прав собственности в России остается достаточно препятствий для предпринимательского капитала извне: трудный административный режим, неблагоприятная история по ряду конкретных проектов, ожидание коррупции и т.п. В стране с переходной экономикой дискуссия об отношении к иностранным инвестициям на том или ином этапе должна в первую очередь сосредоточиться на

нескольких важных проблемах. Назовем в их числе следующие: установление уровня желательного (а не допустимого) иностранного присутствия в экономике страны; определение целей привлечения капитала и степени готовности государства действовать прагматически с тем, чтобы достичь нужного результата в жестких условиях международной конкуренции. Техника привлечения иностранного капитала известна, скорость его фактического притока и есть ex-post мера желания его получить.

4.8. Накопление и проблемы модернизации[1] (2003)

Дискуссия предвыборного года об ускорении роста экономики России явились естественной реакцией на положение об удвоении ВВП, выраженное в майском Послании Президента Федеральному собранию, и одновременно на объективное положение дел в экономике. Высокие темпы роста российской экономики в 2000–2003 гг. на фоне стагнации в Японии и ЕС, медленного выхода на траекторию роста в США выглядят весьма впечатляюще. Западные аналитики («Голдман Сакс») предсказывают настолько быстрый и устойчивый рост в будущем, что в к 2050 г. Россия может обогнать Германию по ВВП на душу населения[2]. Разумеется, магия больших чисел, экстраполированных в будущее, приятна, но мало что дает для текущих решений. Недовольство политической и финансовой элитой страны положением страны в мире, большой долей бедного населения, неравномерностью развития регионов, потерями в статусе промышленной державы, постоянной угрозой потери статуса великой научной державы. Мы полагаем не требующим доказательства тезис: Россия располагает двумя унаследованными преимуществами — природными ресурсами и человеческим капиталом. Если же подойти к проблеме на микроуровне, то фирмы получили массу дешевого (не всегда нового и качественного) основного капитала, который не висит на пассивах приватизированных компаний в виде долгосрочной кредитной задолженности, что, безусловно, способствует конкурентоспособности российского бизнеса. Естественный путь развития стран с сильной сырьевой базой вел постепенно к развитию обрабатывающей промышленности, потом наукоемких отраслей, образования и науки. Преимущества России лежат до и после обрабатывающего звена (за исключением ряда секторов) и в основе дискуссии — как

[1] *Григорьев Л.М.* Накопление и проблемы модернизации // 1000 лучших предприятий. Промышленность России: рынки, отрасли, регионы. М., 2003.

[2] См.: Финанс. 27.10–2.11.2003.

смыкать разорванную последовательность, дисбаланс отраслевого развития. Можно идти путем повтора естественного развития от сырья к более высоким уровням обработки, но тогда на длительный период наука как бы зависает без потребителя в промышленности (трудно сделать массовую «экспортную» науку). Сторонники этого подхода видят пути процветания страны на путях развития поставок сырья и полуфабрикатов: «... по мере того как Китай будет превращаться в „мировой цех" по производству промышленных товаров, Россия может стать основным поставщиком сырья для китайских производителей»[1]. Или можно пытаться (хотя это очень трудно) развивать более наукоемкие сегменты одновременно — именно тут и идет сложная дискуссия.

Фактический темп роста ВВП в ПФ в 2003 г. превысит 6% — намного выше мировых показателей последних лет[2]. Но парадокс российского менталитета состоит в том, что быстрые темпы роста ведут не к удовлетворению, а к осознанию того гигантского пути, который необходимо пройти, чтобы достичь, скажем, страны ЕС по ВВП на душу населения. Если принять предположение о том, что средние темпы прироста ВВП в ЕС составят 2% в следующие 20 лет, а наши темпы — 7% (на душу населения), то мы вплотную приблизимся к среднему уровню ВВП на душу в расширенной Европе (по состоянию на 2004 г.), но не к ведущим странам Европы. Хотя показатели темпа роста не являются самоцелью, в сочетании с модернизацией производственного аппарата страны и решением ряда крупных социальных задач, рост был бы необходимой основой развития. В этой короткой работе мы лишь обозначим несколько ключевых проблем модернизации и накопления капитала страны. Одной из особенностей дискуссии о путях развития страны является оторванность обсуждения проблем инвестиционного процесса от проблем модернизации.

Крупные проблемы на пути устойчивого развития и модернизации, которые встали на повестку дня в ходе подъема:

[1] *Брич А.* Путь России к процветанию в постиндустриальном мире // Вопросы экономики. 2003. № 5. С. 31.

[2] См. работы С.Смирнова и А.Чаплыгиной в: 1000 лучших предприятий. Промышленность России: рынки, отрасли, регионы. М., 2003.

- сочетание трансформационных реформ и решение крупных реальных проблем развития экономики страны: ждать формирования инвестиционного климата или действовать;
- соотношение промышленной и конкурентной политики; промышленная организация: соотношение характера рынков и мощи рыночных структур;
- безостановочный процесс перераспределения собственности путем слияний и банкротств; низкий горизонт принятия решений значительной части бизнеса;
- темпы и условия дальнейшей интеграции в мировое хозяйство (в частности в контексте ВТО);
- «голландская болезнь» и укоренение сырьевой экспортной ориентации экономики в условиях долгожданного подъема;
- возможные субъекты модернизации: государство, промышленные группы; частный средний и малый капитал;
- сокращение роли государства в хозяйственной деятельности при укреплении регулирования; бюрократическая нагрузка на бизнес;
- налоговая нагрузка на бизнес, в частности на малый бизнес и на сырьевой экспорт;
- тарифы естественных монополий, их роль в перераспределении доходов и конкурентных преимуществ между собой (газ — электричество) и других отраслей (уголь, металлы и др.);
- экономический рост и социальная структура общества: проблема бедности, формирование среднего класса.

Все эти проблемы в явном или в скрытом виде выступают в экономической дискуссии 2002–2003 гг. Отметим, что решение проблемы устойчивости демократии в долгосрочном плане предполагает развитие среднего класса, расширения его веса в населении, укрепления его положения[1]. Так что формирование гражданского общества в известной степени будет зависеть не только от темпов роста, но и от изменения показателей распределения богатства и дохода в пользу среднего класса.

[1] *Григорьев Л.М., Малева Т.М.* Средний класс в России на рубеже этапов трансформации // Вопросы экономики. 2001. № 1. С. 45–61.

Проблемы развития российской экономики в период после краха 1998 г. были достаточно ясны уже в 2000 г. «Экономика России структурирована гораздо более сложным образом, чем в большинстве стран с переходной экономикой. Особенно наглядно это проявляется в промышленности, где можно выделить три крупных сектора: (1) гражданская обрабатывающая промышленность, (2) экспортные сырьевые отрасли и (3) ВПК с примыкающими к нему фундаментальными (негуманитарными) науками. Эти секторы вошли в процесс трансформации с различными рынками, различными источниками финансирования, различными интересами либерализации экономики и, естественно, оказались в ходе переходного периода с разными инвестиционными целями и интересами в трансформационных процессах.

Стратегию российских нефтяных и других экспортных компаний в значительной мере можно охарактеризовать как «позиционирование» себя в мире в качестве крупных, международных по характеру, компаний. Они ведут проекты по всему миру, закрепляют позиции в СНГ и в доступных месторождениях. Они выступают в мире в роли прямых инвесторов, и в долгосрочном плане это весьма логично. В ТЭКе занято сравнительно немного людей, географически предприятия локализованы в удаленных областях. Персонал компаний достаточно хорошо образован и способен работать на международных рынках. Компании не испытывают серьезных проблем с принципами корпоративного управления, хотя не все они их применяют и они не одинаково эффективно управляются контролирующими группами. Если ВПК полностью зависит от государства, то экспортеры зависят только от налоговой службы и соответствующего законодательства по ресурсным отраслям типа СРП. Поскольку капитальная база экономики сосредоточена в экспортных отраслях, то споры вокруг налогового режима, системы финансирования науки и прочее означают борьбу за ренту сырьевых отраслей и попытки перераспределить ее через государство, раз она не поступает в экономику как инвестиционный финансовый ресурс (по доступным ставкам) через финансовую систему.

Бесспорно, общие факторы инвестиционного климата — политические риски, налоговая система и уровень ставок — влияют на

Таблица 4.9

Отраслевая структура накопления и динамика физического объема капиталовложений, 1996–2002 гг.

	Структура инвестиций в основной капитал, % к итогу		Промышленное производство, среднегодовые темпы прироста, %		Инвестиции в основной капитал, среднегодовые темпы прироста, %	
	1	2	3	4	5	6
	1996	2002	1997–99	2000–02	1996–98	1999–01
Россия в целом	**100,0**	**100,0**	**2,4**	**6,8**	**–11,9**	**10,4**
Группа 1: Отрасли не конкурирующие с импортом	*25,3*	*30,7*				
электроэнергетика	6,0	4,9	–1,9	1,1	–7,5	–7,1
транспорт	13,5	19,1	–0,3	4,6	–9,7	22,0
связь	1,8	4,0	нд	нд	20,5	2,5
строительство	4,0	2,7	–2,0	9,8	–2,2	12,9
Группа 2: Отрасли конкурирующие с импортом	*7,2*	*8,0*				
машиностроение и металлообработка	3,4	3,2	4,1	9,5	–11,0	4,7
промышленность строительных материалов	0,8	0,8	–0,1	7,1	–29,3	20,1
легкая	0,3	0,2	–0,9	7,0	–16,3	3,8
пищевая	2,7	3,8	0,3	9,7	2,6	–0,9

Продолжение табл. 4.9

	1	2	3	4	5	6
Группа 3: Жилишное хозяйство и торговля	*28,8*	*17,8*				
жилищно-коммунальное хозяйство	26,6	15,4	нд	нд	–16,7	–2,4
торговля и общественное питание, оптовая торговля продукцией производственно-технического назначения	2,2	2,4	–1,5	9,7	–2,9	13,6
Группа 4: Нефть и газ	*13,7*	*18,6*				
нефтедобывающая	8,0	12,8	–0,2	7,6	–16,9	30,1
газовая	4,0	4,8	0,3	1,9	–16,7	26,9
угольная	1,7	1,0	–0,2	5,0	–20,9	–3,8
Группа 5: Отрасли конкурирующего экспорта	*5,1*	*7,0*				
черная металлургия	1,8	2,0	2,7	5,9	–14,2	11,5
цветная металлургия	1,6	3,1	4,1	8,8	–16,7	31,3
химическая и нефтехимическая	1,7	1,9	6,1	7,0	–11,2	7,0
Сумма 5 групп	*80,1*	*82,1*				
Справочно: инвестиции в основной капитал всего, млрд руб.	**375,9**	**1360,3**				

Источник: Госкомстат России, расчеты авторов.

развитие всех трех секторов. Без развития финансовых рынков, на которых экспортные компании могли бы вкладывать свободные средства, сохраняется своеобразная изолированность накопления секторов, затрудненность перелива капитала иначе, чем посредством прямой скупки. По мере стабилизации политической и экономической ситуации и развития прямого инвестирования, можно ожидать выравнивания инвестиционных условий для всех трех секторов. Видимо, должна завершиться волна слияний и поглощений, которая развернулась после кризиса 1998 г. Послеприватизационный процесс перераспределения собственности тянется уже более пяти лет. Закрепление собственности, наряду со снижением политических рисков, должны, в принципе, создать условия для заинтересованности представителей всех секторов в приемлемом едином налоговом и торговом режиме»[1]. Разнородность секторов экономики по характеру организации бизнеса, особенно по рынкам сбыта определяет и разнородность факторов, детерминирующих процесс накопления.

Как мы уже указывали, без анализа процесса накопления, обеспечивающего обновление производственных активов, трудно говорить о темпах модернизации и будущем росте экономики. В частности резкое снижение темпов роста капиталовложений в 2002 г. до 3% сменяются ростом в 2003 г. скачком примерно на 10%. Это очень хорошие результаты, но их надо оценивать на фоне тех процессов, которые происходили в стране на рубеже столетий. Доля накопления в отраслях 1 группы (табл. 4.9) рост вложений в связь и транспорт — отрасли обеспечивающие развитие — превысил падение в электроэнергетике и строительстве и достиг 30,7%. Вместе с нефтегазовой экспортной промышленностью, чья доля выросла до 18,6%, их доля составляет почти половину вложений страны. В то же время под защитой курса рубля после девальвации 1998 г. две группы отраслей, испытывающих конкуренцию внутри или вне страны, выросли, но вполне умеренно: с 12,3% до 15%. Жилищный сектор заметно снизил свою долю в общем накоплении.

[1] См. Том 1 Раздел 1.5 данного издания.

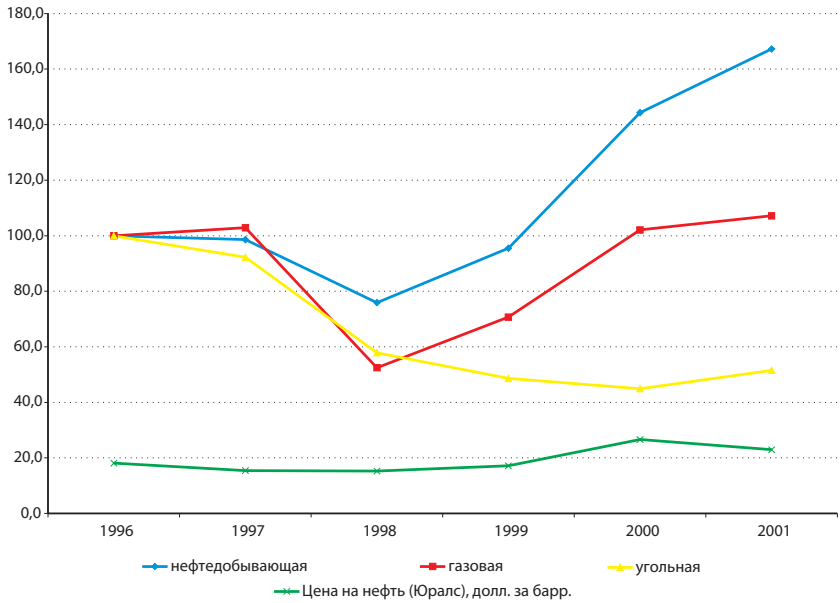

Рис. 4.8. **Динамика капиталовложений топливных отраслей**

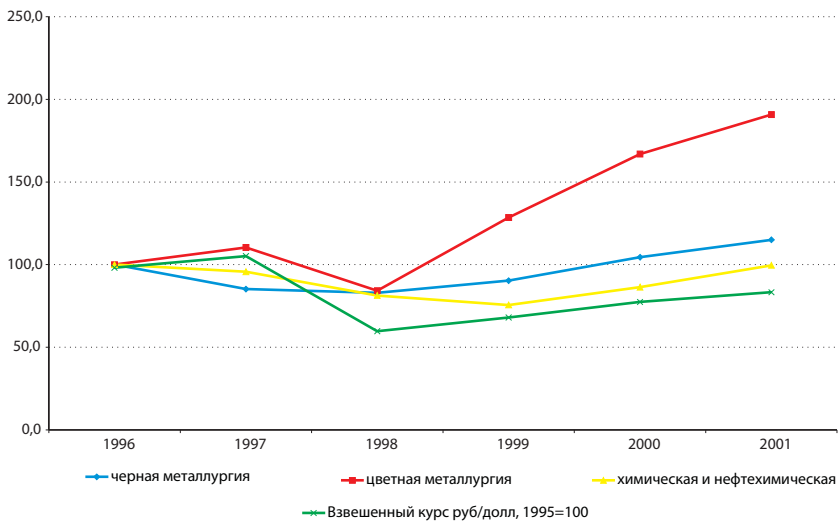

Рис. 4.9. **Динамика капиталовложений отраслей конкурирующего экспорта**

«...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»[1].

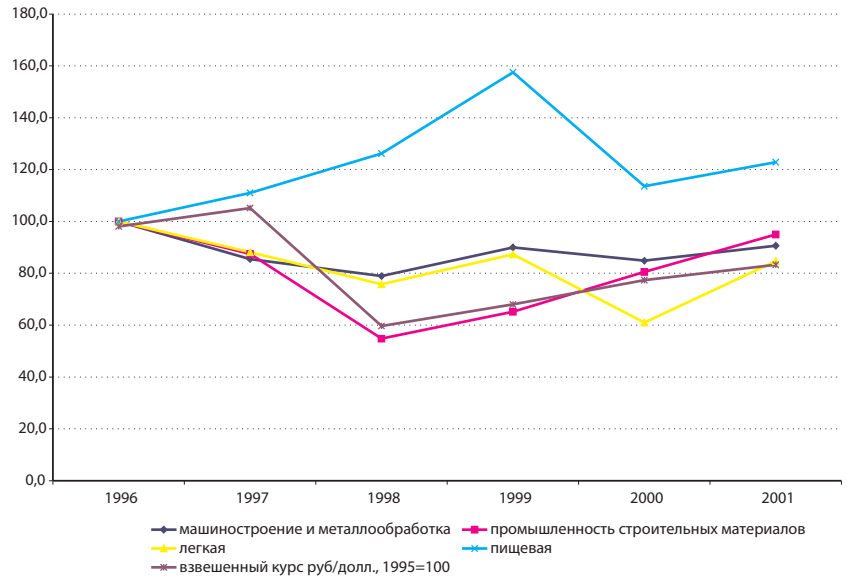

Рис. 4.10. **Динамика капиталовложений отраслей конкурирующего импорта**

[1] *Григорьев Л.М.* Старая боль нового правительства // Московские новости. 21–28.07.1996.

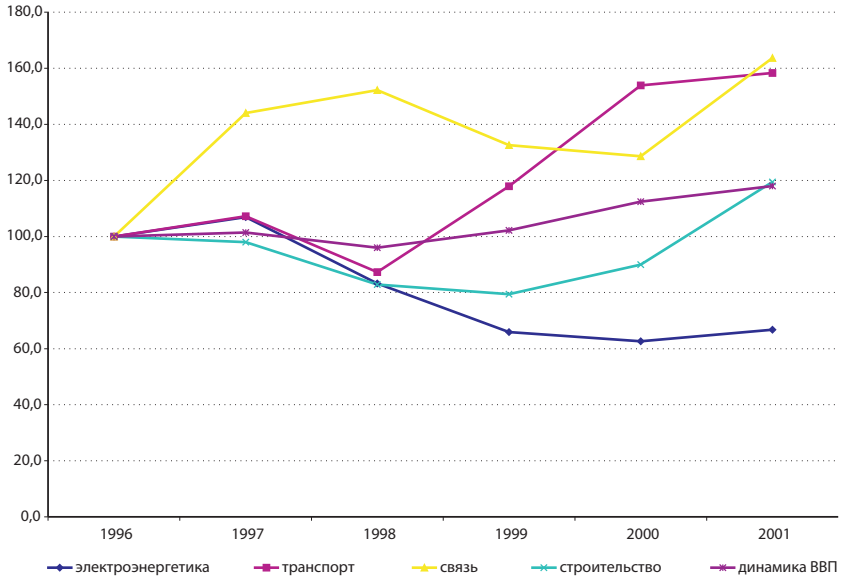

Рис. 4.11. **Динамика капиталовложений инфраструктурных отраслей**

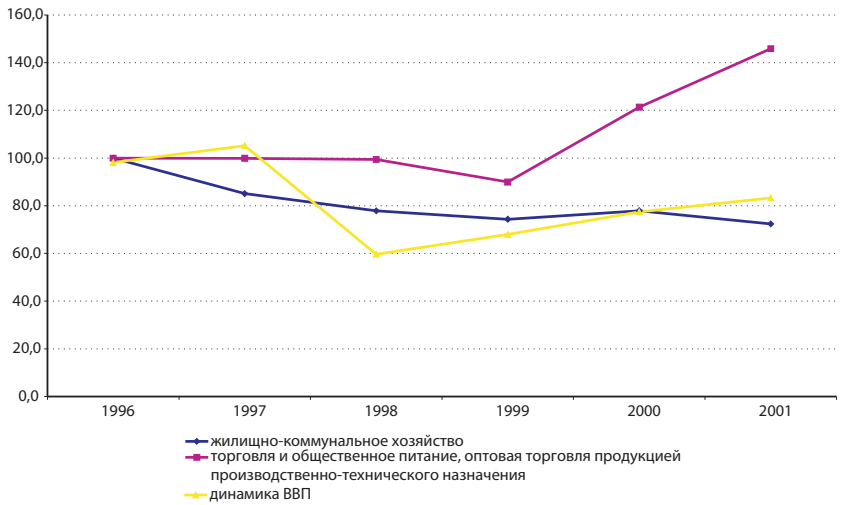

Рис. 4.12. **Динамика капиталовложений в жилищно-коммунальное хозяйство и торговлю**

«Невозможно обсуждать темпы развития без ясности в отношении нормы накопления в ВВП. Она поднялась с 16% (без учета

прироста запасов) до 19% с лишним в 2002 г. Мировые, фактически сложившиеся, показатели в сфере накопления (по данным МВФ) дают довольно пеструю картину: от 15% в США до 27–30% в странах Юго-Восточной Азии. Есть некоторые закономерности роста в среднесрочном плане. Страны, которые начинают рост „с низкого старта", обычно инвестируют в год 4% своего ВВП на один пункт роста ВВП за период: норма накопления в 28% при росте 7–8%. Постепенно, по мере развития, возможности такого роста снижаются, и это соотношение растет»[1]. Фактические данные за 1961–2001 гг. показывают, что средний уровень нормы накопления в развитых странах постепенно снижался с 27% до 22% в последнем десятилетии, что отражало новые условия накопления в постиндустриальном мире. Необходимость создания дорогостоящей инфраструктуры экономики, обеспечение будущего постиндустриального развития, естественно, требует больших затрат. Общая норма накопления в странах со средним (и низким) уровнем дохода, обеспечивших быстрые темпы роста в обозримом прошлом составляет 27–28%. С учетом износа старого основного капитала Россия может считать себя в состоянии инвестиционного бума не по индексам бирж, а по масштабам реального накопления.

Одной из ключевых проблем остается нехватка «длинных» денег в экономике, которая влияет на накопления, если взглянуть на него не с отраслевых позиций, а с позиций проектов, которые реализуются в экономике. «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»[2].

Улучшение состояния финансовых рынков в эти годы в значительной мере было естественным процессом подъема экономики, подкрепленным устойчивостью макроэкономической ситуации, укреплением надзорных органов (то есть ограничением пирамид

[1] *Григорьев Л.М.* Рецепт экономического роста // Время новостей. 08.07.2003.

[2] «Программа социально-экономического развития Российской Федерации на среднесрочную перспективу (2003–2005 годы)», утверждена Распоряжением Правительства РФ № 1163-р от 15 августа 2003 г.

и злостных банкротств кредитно-финансовых организаций). Экономический рост и значительный приток доходов от экспорта привели к падению процентных ставок и расширению доступности кредита. 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, рост активов шел в значительной мере под влиянием естественных процессов подъема.

Осознание неадекватности финансового сектора связано со следующими фундаментальными особенностями экономического подъема в России последних лет. Во-первых, это относительно умеренный рост капиталовложений. Хотя подъем накопления выглядел достаточно впечатляющим в 2000–2001 и 2003 гг., однако он был сконцентрирован в жилищном строительстве, нескольких инфраструктурных секторах и нефтяной промышленности. При значительной девальвации и росте инвестиций страна не смогла предложить на экспорт ни одного нового товара с высокой степенью обработки. Рост капиталовложений шел особенно интенсивно в нефтяной промышленности, транспорте и жилищном строительстве, но в меньшей степени распространился на другие отрасли. Норма сбережений в стране (около 35%) остается на уровне Японии, Кореи и других стран в период бума, а норма накопления выросла лишь до 22% (включая вложения в запасы). Крайне мало новых крупных проектов — в основном идет облагораживание полуфабрикатов на экспорт, вложения в относительно небольшие наиболее высокоприбыльные проекты, в том числе с участием иностранного капитала (пищевая промышленность, торговля). Бизнесмены утверждают, что ожидаемая норма прибыли составит порядка 40%, что сужает сферу инвестирования, хотя при текущих ставках за кредит делает проекты весьма прибыльными.

Во-вторых, даже столь значительный рост капиталовложений еще не перешел пока в инвестиционный бум, который характеризовался бы значительным ростом создания новых фирм («грюндерство»), выходом нового поколения фирм на фондовую биржу, ростом совместных проектов с зарубежным бизнесом (прямые инвестиции внутрь), ростом импорта оборудования, спросом и предоставлением долгосрочных кредитов. Вместо этого мы по-прежнему наблюдаем процессы концентрации производства

в группах, огромное количество поглощений, а также банкротств. Дешевизна предприятий, возможность использования неудачного законодательства о банкротствах, административные и судебные «ресурсы» способствуют процессу концентрации вместо инвестирования. Идет не размыв, а укрупнение контрольных пакетов акций (в частности с целью продажи) — акции используются в большей степени как средство контроля, нежели расширения капитала.

В-третьих, рост капиталовложений последних лет базировался преимущественно на самофинансировании. Рост отношения кредитов частному сектору вырос в последние год-два до 15% ВВП, что однако намного ниже стран с развитой финансовой системой. Доля финансирования путем привлечения векселей и облигаций остается низкой. Доля облигаций во вложениях остается низкой в частности потому, что 71% из корпоративных облигаций имеют оферту, что делает их фактически не трехлетними и более долгосрочными облигационными инструментами, а продляемыми однолетними инструментами.

В-четвертых, слабость инвестиционного подъема в чрезмерной концентрации вложений в недвижимость. Затруднение доступа к земле, широкие рентные отношения создают предпосылки бума цен на недвижимость и заимствования под залог. Вместе с концентрацией вложений в нескольких отраслях это может быть угрозой при отсутствии более широкого основания для подъема.

В-пятых, иностранные вложения продолжают оставаться ограниченными. Прямые инвестиции рассеяны в пищевой, автомобильной промышленности, торговле. Наибольшая концентрация сосредоточена на Сахалине в нефтяной промышленности на условиях СРП, которые в ближайшие годы ожидает ускоренный рост. Одновременно Россия остается крупным экспортером прямого капитала — 5,8 млрд долларов в 2001 и 2002 гг. (на втором месте Чехия — 0,5 млрд долл.)[1]. По ввозу прямого капитала Россия остается на последнем месте в регионе по относительным показателям (ниже Белоруссии по накопленным ПИИ по отношению к ВВП). По абсолютным показателям ввоз за эти два года составил порядка 5 млрд долл. почти 15 млрд долл. в Чехии и 10 млрд долл. в Польше. Продажа крупных пакетов российских компаний

[1] UNSTAD World Investment Report 2002. Transactional Corporations and Export Competitiveness. UNSTAD, Geneva, 2003. P. 60–61.

иностранным собственникам будет показана статистикой как иностранные вложения, но они могут и не означать реального увеличения капиталовложений в производство.

Одновременно идет значительный приток портфельного капитала в Россию в форме банковских займов, еврооблигаций и иных инструментов. Видимо, имеет место «круговое» движение капитала — экспорт из ряда отраслей и импорт всеми отраслями. Рост привлекательности российских бумаг и вложений для иностранного портфельного капитала связан с депрессивным состоянием иностранных финансовых рынков (в особенности фондовых), уровнем ставок процента по краткосрочным инструментам менее 2% в США и чуть более 2% в зоне ЕС. Вновь, как и до Азиатского финансового кризиса, рисковые капиталы пытаются увеличить доходность за счет развивающихся рынков, на которых российские макроэкономические параметры — одни из лучших.

В-шестых, как развитие новых финансовых инструментов, так и укрепление институтов и расширение рынков, происходило в большой степени самостоятельно по секторам, оставалось сегментировано. Конкуренция на финансовых рынках также шла в большой степени внутри сегментов, а естественный межотраслевой перелив капиталов через финансовых посредников остается ограниченным.

Экономический рост при слабом развитии финансовых рынков и доминировании самофинансирования имеет свои внутренние ограничения. С точки зрения теории развития известно, что финансовые рынки формируются постепенно и играют важную роль в росте в рыночной открытой экономике. Чем глубже развитие рынков, тем выше долгосрочные темпы роста[1]. В развитых странах особенности конфигурации рынков, соотносительная роль фондовых сегментов и банковского сектора, по всей видимости, не имеет критического значения. В развивающихся странах первым — как и в России — складывается банковский сектор в силу его многоплановой роли (платежное обслуживание, массовость клиентуры и прочее) и его способность работать в относительно неразвитой правовой среде. Его развитие подкрепляется кратко-

[1] См.: Главу 1 в: Анализ и прогноз финансовых рынков в России / Авт. коллектив: Л.М.Григорьев, Е.Т.Гурвич, А.Л.Саватюгин и др.; Экспертный институт, 2003. Книга подготовлена в рамках проекта ТАСИС «Содействие Министерству экономического развития и торговли РФ».

срочными бумагами, как это наблюдается в России. Следующий критический шаг — переход от доминирования одно-двухлетнего кредитования с возможным продлением к кредитованию на более длительные сроки, прежде всего на рынке корпоративных облигаций.

Новые подходы необходимы для обеспечения долгосрочного экономического роста, считая краткосрочные проблемы в основном решенными. Финансовый сектор во многом определит характер будущего подъема не в меньшей степени, чем реформа энергетики и ЖКХ. Завершение задач послекризисного периода в восстановлении устойчивости всего комплекса финансового сектора позволяет принципиально поставить вопрос о том, какие финансовые рынки и учреждения и какие инструменты нужны в экономике страны с российскими реалиями: с учетом задач роста ВВП, финансовой неравномерностью отраслей (экспорт сырья и капитала — импорт капитала) и т.д. Важным принципом является обеспечение роста и использование национальных сбережений для роста, альтернативой чему могло бы быть только государственное вмешательство — применение методов промышленной политики.

Минимальные требования к программе развития финансового сектора — обеспечение условий устойчивого развития финансового сектора. Прежде всего это предотвращение срывов внутри каждого сектора — предотвращение системных кризисов в будущем: банковского, областных и муниципальных облигаций (обычная история в мире), накопительной пенсионной системы. Усиление пруденциального надзора по отдельным секторам обеспечивает постепенное накопление и устойчивость, но сектора не могут расти скачками без специальных мер. Опережение роста на финансовых рынках идет достаточно естественно, но в рамках своих законов. В частности нехватка долгосрочных кредитных ресурсов сдвигает рынки в сторону иностранных рынков капитала (АДР, облигации, банковские кредиты, экспортное финансирование под обеспечение поставками) или к государственным банкам, Сбербанку и ВТБ, которые начали в эти годы играть роль банков развития.

В обозримом периоде развития российской экономики потребуется модернизация самых различных секторов экономики с широкой гаммой инвестиционных проектов по типу оборудования и строительства, длительности планирования, реализации

и окупаемости. Территориальный аспект модернизации также важен, поскольку неравномерность развития может создавать не только экономические препятствия росту. Сейчас доминирует фактически сочетание самофинансирования, проектного финансирования и экспортного финансирования под залог (также проектное фактически).

Обычный тип проектов, реализуемый в РФ, не превышает нескольких десятков миллионов долларов, финансируется прямо фирмой собственником с привлечением частично банковских кредитов, гарантий местных властей, иногда иностранных вложений (товарный кредит и т.п.). Продолжается завершение ряда проектов, прерванных на 10–15 лет. Проекты реализуются в экспортных отраслях или в отраслях с массовым внутренним спросом со стороны верхних слоев общества (30%) — автомобили иностранных марок и т.п., транспорт и связь.

Второй тип реализуемых сейчас проектов — экспортные проекты в сырьевых отраслях, которые характеризуются более или менее ясными (с поправкой на цены газа и нефти) сроками окупаемости. Эти проекты имеют вполне доступное кредитование извне страны под залог экспорта. Эти проекты финансируются самими крупными экспортными компаниями, которые выпускают свои бонды и бонды своих банков, финансируются на свои или за рубежом, берут легко и у своих карманных банков. Трудность составляют только трубопроводы, поскольку тут уже возникает и роль долгосрочных интересов государства, и воздействие внешней политики (особенно в энергетике). Поскольку добрая половина инвестиций идет в эту группу проектов, то ясно, что сами проекты реально уже идут. Первые два типа проектов и составляют основу инвестиционного подъема 2000–2003 гг. Разумеется, в этой сфере есть своя специфика и работает одно из двух главных естественных преимуществ страны — природные ресурсы.

Другие виды проектов еще с трудом находят себе финансовые ресурсы, в частности потому, что либо не имеют серьезных внутрифирменных доходов для самофинансирования, очевидной экспортной направленности и устойчивого сформировавшегося потребительского спроса. Среди них малые инвестиции, связанные с использованием высококвалифицированной рабочей силы, а также производство наукоемкой продукции, которую все рассматривают как естественное национальное преимущество,

неиспользованное в 90-х годах. Финансирование фундаментальных исследований на нашей стадии развития возможно только в сочетании ресурсов бизнеса и государства даже в некоторых областях, где уже есть и продажа прикладных продуктов (например, это касается освоения космоса). Российские наукоемкие предприятия функционируют в ситуации, в которой старт сопряжен с огромными расходами, препятствиями и налогами. В среднем по промышленности доля заработной платы и ЕСН не превышает 25% от цены продаж, но в научных фирмах, программном обеспечении эта доля может быть и втрое выше. С учетом общих бюрократических и прочих издержек оказывается выгоднее переносить доработку идей, внедрение и производство за рубеж, чем реализовывать идеи внутри страны. Узкое место таких проектов во всем мире — нехватка венчурного финансирования на старте. Успешные примеры развития наукоемкого бизнеса (Индия и Ирландия) начинались с радикального снижения всех бюрократических препятствий выхода новых фирм на этот рынок на отраслевом уровне — общего улучшения всего инвестиционного климата можно и не дождаться.

Четвертый тип — это капиталоемкие вложения в инженерные сети, в жилищные проекты (помимо нового коммерческого строительства), в целом — в обновление старого «советского» физического капитала. Основные проблемы тут — большая стоимость и низкая окупаемость восстановительных вложений, поскольку потребитель в массе не богат. Тот факт, что инфраструктурные объекты строились в условиях планового хозяйства, отражает и объективные условия: расстояния, нехватка портов, неравномерность регионов. Такие проекты либо ведет государство — прямо или через гарантии и частичное субсидирование; либо международные финансовые организации (теплостанции, дороги) в развивающихся странах. Общая тенденция в развитых странах (частично в ведущих развивающихся) — приход частных компаний в управление такими объектами через приватизацию. Но финансирование должно быть долгосрочным и умеренным по цене, а очень высокой нормы прибыли тут не бывает. И либо про эти проекты мы только говорим, либо они идут внутри крупных компаний (пример — ввод Бурейской ГЭС). Реструктуризация инфраструктурных и энергетических отраслей особенно потребует развития корпоративных долгосрочных облигаций,

Наконец, пятый тип проектов — это массовые инвестиции в производственные проекты в перерабатывающих отраслях. Эти вложения могут быть в рамках частного проектного финансирования и могут быть достаточно большими, но окупаются в период до десяти лет. Роль государства и его ответственность здесь меньше. В общем, такие инвестиции требуют намного более серьезного развития российской банковской системы и особенно частных корпоративных облигаций, чем это имеет место. Пока же они зависят от ограниченного самофинансирования, местных гарантий, федеральных программ и сильно подвержены как коммерческим, так и бюрократическим рискам.

Развитие финансовых рынков и инструментов, развитие государственного регулирования должно быть направлено на развитие таких сегментов, чтобы национальные сбережения не превращались в экспорт прямого капитала, а находили дорогу к финансированию различных проектов как по доходности, так и по рискам и срокам окупаемости. Послекризисные задачи страны в основном решены — настойчиво требуют решения проблемы долгосрочного развития. Новые задачи экономического развития РФ, сформулированные в 2003 г. в майском Послании Президента РФ, предполагают анализ препятствий для модернизации экономики страны, ускорения роста экономики. В целом ключевой задачей является расширение использования национальных сбережений посредством развития финансовых рынков. Ускорение экономического роста предполагает более масштабные вложения в физический капитал, включая обновление инфраструктуры, модернизации обрабатывающей промышленности и создание условий для инновационного развития.

4.9. Инвестиционный процесс в годы подъема[1] (2004)

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 сокращения производства и изменения относительных цен. Эти ожидания долго не оправдывались не только в силу недостаточной политической и макроэкономической стабильности, как это принято считать среди макроэкономистов и политиков. В 1995–1997 гг. не нашлось «локомотива» подъема в лице отрасли или сектора экономики, который создал бы движение, обеспечил перелом в затяжном кризисе переходного периода. При негативном воздействии политических факторов, в условиях фискального кризиса правительство непрерывно пыталось увеличить сбор налогов, но одновременно не могло обеспечить уверенность собственников в долгосрочном контроле над активами. Важно подчеркнуть, что угрозы собственникам проистекали не только от общей политической и экономической ситуации, но также от конкурентов весьма различной природы, а главное — имели постоянный и массовый характер. Это оказывало достаточно устойчивое негативное влияние на норму накопления — стартовый «грабеж» затянулся. Нефтяные цены того периода были не столь высоки, как в последние годы, так что вывоз 20–25 млрд долл. в год означал существенное сокращение инвестируемых ресурсов.

Сам поворот к росту капиталовложений после краха 1998 г. шел на фоне расчистки неплатежей и общего роста спроса. Важно отметить, что темпы роста капиталовложений в послекризисный период были сравнимы с темпами увеличения личного потребления, хотя предшествующий инвестиционный спад был намного глубже потребительского. Продукция машиностроения росла от столько низкого уровня, что высокие темпы роста не должны никого обманывать. Выпуск машиностроительной продукции вырос примерно на 40%, но ее импорт за тот же период удвоился

[1] *Григорьев Л.М.* Раздел 4 Главы 1 Обзора БЭА за 2003 год. С. 40–50.

(превысив уровень 1997 г.). В целом инвестиционный процесс шел неровно по годам и отраслям. В конечном итоге норма накопления выросла не слишком значительно и осталась в пределах 20–21% ВВП (см. табл. 4.10).

Таблица 4.10

Показатели инвестиционного процесса, 1997–2003 гг.

Показатели	Средняя за 1997–1999 гг.	Средняя за 2000–2003 гг.	1999	2000	2001	2002	2003
Темп прироста валового накопления основного капитала, %	–5,0	10,9	6,3	18,1	10,3	3,0	12,9
Норма накопления, % ВВП	17,3	20,3	14,8	18,7	21,9	20,2	20,6
Темп прироста продукции машиностроения и металлообработки, %	3,5	9,4	17,0	20,0	7,0	2,0	9,4
Импорт машин, оборудования и транспортных средств, млрд долл.	14,8	15,4*	10,1	10,6	14,2	16,7	20*
Ставка процента по рублевым кредитам предприятиям и организациям	40,8	18,3	40,1	28,0	18,0	15,2	12,2
Капитализация рынка акций, млрд руб.	н.д.	3087	н.д.	1152	2434	3526	5235
Капитализация рынка облигаций, млрд руб.	н.д.	93	н.д.	39	67	109	158

* Оценка.

Источники: Госкомстат, НАУФОР.

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 раз-

витию, 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.

Инвестиционный рост последних лет имел три «локомотива», с точки зрения вклада в инвестиционный спрос: 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.). Эти три сектора обеспечивают 60% общего инвестиционного спроса. Понятно, что в такой стране, как России, все три сектора представляют естественные сферы вложений. Однако этого недостаточно с точки зрения модернизации экономики.

В нефтедобыче процесс накопления имеет достаточно простой характер в силу простоты стимулов (цены экспорта), необходимости дополнительных вложений в трубопроводы и другие средства доставки нефти к рынкам. Массированное наращивание инвестиций в этой отрасли (почти удвоение) прошло в 2000–2001 гг., что позволило заложить основы интенсивного увеличения добычи нефти и ее экспорта в последующие годы. Одновременно это создало очевидную зависимость общей инвестиционной динамики от колебаний вложений в нефтедобычу.

Российские компании активно включились в глобальные процессы освоения пространства и конкуренции. Слабость российской финансовой системы не служила запретительным барьером, поскольку финансирование не было проблемой при возможности залога экспортных поставок при растущих ценах. Приглашение западных сервисных компаний в 2000–2001 гг. позволило нашим компаниям радикально переломить динамику добычи после долгого периода снижения с 1980-х годов. Дальнейшее увеличение добычи будет связано с решением проблем вывоза, так что в конечном итоге будет проинвестировано несколько крупных транспортных проектов: Находка и/или Дацин, Мурманск.

В общем, нет особой неопределенности в отношении возможных в ближайшем будущем инвестиций в нефтяную отрасль.

В более долгосрочном плане вступят в силу факторы технического прогресса, которые будут определять уровень цен на конкурирующие энергоносители и переключение спроса на СПГ. В России многое будет зависеть от того, насколько вырастут издержки добычи «новой» нефти на фоне цен мирового рынка, поскольку будущие месторождения уходят на Север и в море. Остается вопросом, насколько наращивание экспорта нефти и одновременно вывоза долгосрочного капитала, в котором нефтяные компании также играют свою роль, устраивает страну, как это увязано с проблемами роста и формирования рынков долгосрочного капитала.

Девальвация и экономический рост в стране подстегнули капиталовложения в отраслях металлургии и химии (суммарно около 7% всех инвестиций). Они реально конкурируют с предприятиями либо развитых стран, либо высокоэффективными предприятиями стран ЮВА. Вложения на расширение этих отраслей в будущем во многом будут зависеть от долгосрочной политики государства в отношении тарифов на газ и электроэнергию, что связано с такими серьезнейшими проблемами, как политика энергосбережения, переговоры по вступлению в ВТО, ратификация Киотского протокола. Во многом все эти вопросы серьезно взаимосвязаны, поскольку именно текущая высокая конъюнктура мирового спроса на наш экспорт определяла оживление инвестиционного процесса в 2003 г. после депрессии 2002 г. Дальнейшие крупные вложения в эти отрасли будут зависеть от относительного уровня ожидаемых тарифов, которые будут в значительной мере определять возможность строительства дополнительных заводов по производству алюминия, о которых постоянно идет речь. Так что инвестиционный процесс в этой сфере будет зависеть от мирового спроса и государственной политики в сфере тарифов.

Объем вложений в инфраструктуру продолжает увеличиваться, но потребности остаются огромными. Изношенные коммуникации, нехватка дорог, недостаточная надежность энергопоставок и т.п. оставляют широкие возможности для наращивания инвестиций. Но многие проекты здесь имеют медленную окупаемость и не слишком коммерчески привлекательны. Остается проблемой, кто (кроме государства) будет в ближайшие годы обновлять изношенные дороги, мосты, городские теплосети, поскольку это заведомо низкорентабельные проекты с длительными сроками окупаемости.

Показателем проблем инфраструктурной сферы является контраст между ростом инвестиций в жилищное строительство и снижением вложений в коммунальное хозяйство. Можно предположить, что ограниченный доступ к земле, монополизация доступа к строительству, отсутствие проработанных правовых и финансовых механизмов расширения строительства массового жилья привели не столько к увеличению объемов строительства, сколько к росту цен на недвижимость. Не говоря уже об опасном развитии «пузыря» вторичных финансовых инструментов, этот процесс имеет отрицательный социальный эффект. В то же время коммунальное хозяйство повышало стоимость обслуживания, но использовало средства не на капиталовложения, а, по всей видимости, на зарплату коммунальных работников.

Наконец, основная часть машиностроения, легкой, пищевой промышленности 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 73% занятых в промышленности, 64% выпуска и 40% капиталовложений промышленности. Из-за падения валового накопления в этих отраслях за 1990-е годы в четыре раза, доля этой группы в инвестициях промышленности составила в 2003 г. всего 18%, несмотря на рост в последние годы.

При значительном увеличении за годы подъема вложений в машиностроение и металлообработку, что было отмечено многими наблюдателями, их объем остается весьма небольшим — много меньше вложений в связь и пищевую промышленность. Фактически естественные силы подъема возвращают нас к горькой реальности — даже после пятилетнего подъема запас мощностей, способных производить машины для внутреннего спроса и экспорта, остается достаточным. Несмотря на общий рост капиталовложений в стране, нет серьезного бума в машиностроении: производство машин и оборудования и валовое накопление растут параллельно (см. табл. 4.10). В то же время импорт машин и оборудования за последние четыре года вырос в два раза. Такой рост импорта означает, что конкурентоспособность машиностроения остается низкой, и перевооружение экономики в будущем будет зависеть от импортного оборудования, что, впрочем, нормально.

Увеличение инвестиций в пищевой промышленности с участием иностранного (или возвращающегося российского) капитала активно шло в 1999–2000 гг., но в последующие годы из-за укрепления рубля этот процесс замедлился. Но даже такого начального всплеска не наблюдалось в легкой промышленности, на которую приходится смешная величина в 0,2% (!) валовых инвестиций. Обычно страны, в которых живут десятки миллионов потребителей, поддерживают определенный уровень производства собственных потребительских товаров. Отсутствие инвестиционного потока даже в условиях высокой защиты со стороны девальвированного рубля в 1999–2000 г. указывает на необычайную слабость компаний в этой отрасли.

В целом в обрабатывающей промышленности очень мало проектов, которые выходили бы по длительности проектирования, строительства и окупаемости за пределы двух-трех лет[1]. Фактически можно пересчитать по пальцам и сколько-нибудь значительные проекты в обрабатывающей промышленности, выходящие по стоимости за несколько десятков миллионов долларов. 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 распространена практика облагораживания полуфабрикатов с целью увеличить цену товаров без перехода к серьезным изменениям самого уровня обработки. За время подъема Россия не выбросила на мировой рынок новых товаров с высокой добавленной стоимостью. Так что успех сырьевого подъема остается под угрозой в долгосрочном плане.

За 1990-е годы была утрачена возможность привлечения иностранного капитала в крупные проекты с экспортной ориентацией на страны бывшего СЭВ, Азию и Африку, как это представлялось возможным в начале 1990-х годов иностранным компаниям. Международные компании могли снабжать новые для них рынки, высвобожденные из-под централизованного планирования и фиксированных цен, из разных источников. Но, в конечном итоге, предприятия, снабжающие эти регионы и Россию, стали располагаться в Центральной и Восточной Европе, Китае, Турции.

[1] См.: *Григорьев Л.М.* Накопление и проблемы модернизации // 1000 лучших предприятий России. М., 2003.

Теперь они составляют сильнейшую конкурентную проблему для российской промышленности и как источники продукции, и как конкуренты за новые инвестиции. Например, новый автомобильный завод в Словакии или будущий экспорт китайских недорогих (но качественных) автомобилей создаст серьезное конкурентное давление на производителей легковых автомобилей в России, причем вступление в ВТО не даст возможности изолировать внутренний рынок с помощью тарифов.

В целом можно констатировать, что 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. В целом при высоких, часто двузначных темпах прироста капиталовложений, трудно говорить о полноценном инвестиционном буме. Об этом говорят следующие важные характеристики подъема:

- низка общая норма накопления;
- низки показатели образования новых действующих фирм (малых в том числе);
- относительно невелик импорт промышленного оборудования и его внутреннее производство;
- медленно идет процесс радикальной реконструкции предприятий;
- мало новых крупных инвестиционных проектов.

Характеристики финансирования инвестиций в России в годы подъема были удручающе схожи с показателями середины 1990-х годов (см. табл. 4.11). 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.

Таблица 4.11

Структура инвестиций по источникам финансирования* (в %)

Показатели	Средняя за 1997–1999 гг.	Средняя за 2000–2003 гг.	1999	2000	2001	2002	2003
Инвестиции в основной капитал	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**н.д.**
Собственные средства	52,2	47,6	52,4	47,5	49,4	48,0	45,6
Прибыль	13,4	21,4	15,9	23,4	23,9	20,5	18,0
Амортизация	н.д.	21,0	н.д.	18,1	18,5	23,5	23,8
Прочие собственные	н.д.	5,2	н.д.	6,0	7,0	4,0	3,8
Привлеченные средства	42,4	52,4	47,6	52,5	50,6	52,0	54,4
Кредиты банков	4,5	4,3	4,2	2,9	4,4	4,8	5,3
в том числе кредиты иностранных банков	н.д.	0,7	н.д.	0,6	0,9	0,5	0,7
Заемные средства других организаций	5,0	6,8	5,6	7,2	4,9	6,0	9,2
Бюджетные средства	17,8	20,2	17,0	22,0	20,4	19,6	18,7
в том числе из:							
федерального бюджета	7,2	6,0	6,4	6,0	5,8	6,0	6,3
региональных и местных бюджетов	10,7	13,9	10,6	16,1	14,6	13,6	11,4
Средства внебюджетных фондов	7,7	2,8	8,6	4,8	2,6	2,6	1,1
Прочие привлеченные	10,0	18,3	12,2	15,6	18,3	19,0	20,2

* С 1998 г. — только по крупным и средним предприятиям.
Источник: Госкомстат.

Положительные изменения в финансовом секторе указывают на то, что внешнее финансирование реального сектора экономики будет развиваться опережающими темпами, и, с точки зрения большинства агентов, не представляет проблемы. Инвестиционные банки готовятся к новой большой игре с российскими бумагами после вероятного предоставления им полного инвестиционного рейтинга к концу 2004 г. Рынок корпоративных облигаций вышел на уровень 4–5 млрд долл., хотя по существу это годичные бумаги с пролонгацией (в силу распространенности оферты). Биржевые

индексы побили исторические рекорды и т.п. Банки не ощущают недостатка в клиентах, тем более, что иностранные банки фактически не слишком рвутся в розничный бизнес за пределами наиболее выгодных сегментов. Строго говоря, внутри финансового сектора ощущается необходимость в улучшении регулирования, создании мегарегулятора рынка, например, по типу испанского координационного комитета. Предложения создать мегарегулятор и более комплексную стратегию развития финансовых рынков и институтов стали рассматриваться в 2003 г., и могут быть реализованы в ходе административной реформы[1].

В условиях нехватки долгосрочных инструментов и слабости банковской системы, естественно, огромную роль играют различные краткосрочные инструменты или иностранные займы. Только Сбербанк фактически функционирует как банк развития, предоставляя (благодаря своим размерам) значительные кредитные линии предприятиям. Экспортный сектор, разумеется, ощущает эти проблемы в наименьшей степени, поскольку может получать кредитование под залог экспорта. Последнее явление потенциально может составить проблему в случае падения цен на экспортируемый товар (как это было в 1998 г.).

В последние годы Россия продолжала поддерживать экспорт прямого капитала на уровне 5–6 млрд долл. в год, но зато в течение 2002–2003 гг. начала привлекать большие объемы портфельного, частично российского, капитала в форме экспортного финансирования, торговых кредитов, еврооблигаций и кредитных линий. По оценкам аналитиков, треть банковских кредитов пришла из зарубежа[2]. Получение международных инвестиционных рейтингов позволит начать новую большую биржевую игру. Инвестиционное сообщество истосковалось по финансовому буму. Важно отметить, что комбинация вывоза прямого и ввоза портфельного капитала далека от желательной с точки зрения развития, но может компенсировать нехватку финансовых ресурсов в тех или иных отраслях. Вопрос в том, как долго это будет продолжаться.

Для целей данной работы нам важно отметить, что политика развития финансовых рынков и институтов не просто важна, но существенно влияет на характер развития и тип реализуемых

[1] См.: Анализ и прогноз финансовых рынков в России. М.: ТАСИС, 2003. Гл. 1.

[2] См.: *Журавлев С.* Займы вместо инвестиций // Эксперт. 8–14.03.2004.

проектов. Например, без развития среднесрочного финансирования (как минимум пятилетних корпоративных облигаций) 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, которая, за пределами прямого государственного финансирования, предполагает наличие нескольких условий, которые в настоящее время отсутствуют:

- четко прописанные права собственности на изобретения (индивиды или организации и т.п.);
- наличие правовой и информационной инфраструктуры, поддерживающей 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.

Примером неудачи последних лет в этой сфере стали широко объявленные планы развития информационных технологий. Развитие наукоемкого бизнеса упирается в несовершенство налоговой системы, рассчитанной на старую крупную промышленность. При среднем уровне доли трудовых затрат около 15% цены промышленной продукции, 29-процентная эффективная ставка ЕСН транслируется в дополнительные пять процентных пунктов издержек. Однако для фирм с трудовыми затратами в 60–70% цены такой налог становится запретительным[1]. Это подтверждается и самим бизнесом: «В тени находятся зарплаты не крупных предприятий, а небольших высокотехнологичных компаний в больших городах со средней зарплатой $400–1000 в месяц»[2].

[1] *Григорьев Л.М.* Информационные технологии в России: проблемы развития // Инновационная экономика / Под ред. А.А.Дынкина, Н.И.Ивановой. 2-е изд. М.: Наука, 2004.

[2] *Бендукидзе К.* Интервью // Ведомости. 19.03.2004. С. А1.

Среди новых проблем периода подъема, требующих анализа и возможной реакции со стороны государства, следует выделить рост неравенства между регионами. Не трудно было предположить, что размещение промышленного производства, особенно обрабатывающей промышленности, в условиях планового хозяйства отражало некие концепции, которые уже иррелевантны рыночной экономике со свободным ценообразованием. Для простоты выделим несколько наиболее очевидных факторов размещения: стратегическое размещение (рассредоточение, сокрытие и удаление от европейских границ); загрузка энергетических мощностей, пространств и использование резервов рабочей силы; вывоз промышленности из европейской части во время войны; строительство очень крупных предприятий с целью получения экономии на технических масштабах (основано на низких транспортных и энергетических тарифах); наконец, переговорная сила секретарей обкомов.

Исследования периода кризиса указывали на рост неравенства между регионами по уровню развития[1]. Об этом же свидетельствуют многочисленные работы по бюджетным проблемам. Наши оценки показывают, что в условиях экономического подъема началось естественное перемещение занятости, выпуска продукции и капиталовложений в те регионы, которые имеют существенные преимущества в новых условиях. Речь идет прежде всего о движении в районы основных потребителей, а, следовательно, ближе к Москве и крупным портам, которые обеспечивают экспорт[2]. Рост энергетических и транспортных тарифов ведет к тем же результатам. Огромную роль начали играть факторы концентрации инвестиционных ресурсов в крупных финансово-промышленных группах, которые не чувствуют себя обязанными развивать те регионы, которые являются источниками их доходов. Слабость развития нестоличных финансовых рынков и банков обрекает регионы на самофинансирование при оттоке ресурсов внутри ИБГ, если эти регионы не попали в число удачно расположенных. В результате степень концентрации экономической активности в первых десяти регионах растет (см. табл. 4.12).

[1] См., например: *Гранберг А., Зайцева Ю.* Темпы роста в национальном экономическом пространстве // Вопросы экономики. 2002. № 9.

[2] *Григорьев Л., Урожаева Ю.* Влияние экономического подъема на региональное развитие // 1000 лучших предприятий России. М., 2003.

Таблица 4.12

Доля десяти крупнейших регионов* (в %)

Регион	Средняя за 1997–1999 гг.	Средняя за 2000–2002 гг.	1999	2000	2001	2002
Валовой региональный продукт	48,6	53,3	50,7	52,9	53,3	53,7
Промышленное производство	40,8	44,4	41,8	43,4	44,9	45,0
Объем подрядных работ в строительстве	51,2	55,6	52,2	54,0	56,2	56,6
Занятость	34,6	34,7	34,6	34,5	34,7	34,9
Валовые инвестиции	52,9	55,2	53,6	56,2	54,1	55,3
Иностранные инвестиции	62,1	67,7	51,1	66,6	70,6	65,8
в том числе прямые	60,0	68,6	52,8	71,3	67,5	66,9

* Москва, Московская область, Санкт-Петербург, Тюменская, Самарская, Пермская и Свердловская области, Краснодарский край, республики Татарстан и Башкортостан — отобраны по размеру валовых капитальных вложений в 2002 г.

Источник: Госкомстат.

Общий вывод состоит в том, что, 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 выбором — ждать дальнейшего улучшения инвестиционного климата и терять время развития, или пытаться найти специфические средства развития в соответствии с приоритетами и рисковать в проведении политики повышения конкурентоспособности.

4.10. Причина дискуссии о промышленной политике[1] (2004)

Нужно определить, в какой экономике мы живем, иначе мы обсуждаем абстрактные проблемы. По-моему, мы живем в итальянской экономике 1950–1960-х годов, то есть бизнес прекрасно приспособился к нынешнему государству и ко всем условиям, и на самом деле не испытывает больших проблем, хотя налогов не платит. Экономика живет, она может в этом режиме развиваться дальше, и в этом смысле, понижая постепенно общие риски, можно ничего не делать достаточно длительное время. Важно только понимать, что при этом будет происходить, а чего при этом не будет происходить. Что бы мы не реформировали в области формальных институтов, влияние нынешних реформ бизнес понял положительно, но их реальный экономический эффект достаточно отдаленный, распределенный и надо еще его доказывать.

Дискуссия о промышленной политике в России приобрела несколько иррациональные черты. Во всем мире (развитых и развивающихся стран) — это проблема целей развития и методов решения сложных национальных проблем. Суть такой политики меняется во времени. И если современный капитализм лет сто активно использовал «старомодную» промышленную политику: от создания отраслей за государственный счет до протекционизма. Всегда это был огромный риск ошибочного инвестирования, копирование конкретных производств других стран в прошлом было далеко не легким и весьма дорогостоящим делом. В общей форме не вызывает сомнений, что при высокоразвитых финансовых рынках, осуществляющих эффективную передачу национальных сбережений в различные сегменты рынка, отрасли, регионы и обеспечивающие модернизацию экономики страны, потребность в промышленной (структурной, региональной) политике была бы минимальна. Необходимость поддержания бюджетного равновесия в стране, пережившей финансовый крах всего шесть лет назад, бесспорна и стоимость любой политики должна обсчитываться.

[1] *Григорьев Л.М.* Круглый стол по теме «Промышленная политика», ГУ-ВШЭ. Апрель, 2004 г.

Во всяком случае, мы наблюдаем достаточно масштабные усилия многих стран и международных группировок по развитию определенного типа отраслей и производств, не говоря уже о грандиозной (в том числе по стоимости) политике выравнивания развития в ЕС. Усилия развитых стран направлены на «мягкое ориентирование» вполне зрелого бизнеса в направлении более сложных, инновационных продуктов в ходе глобальной конкуренции и т.п.; государственные средства продолжают расходоваться.

На каждом переломе в России возникала дискуссия о развитии, поддержке конкурентоспособного российского бизнеса. Предыдущая относилась к предвыборному периоду 1999–2000 гг. так же, как и в нынешнем политическом цикле: «Структурная или в более узком смысле промышленная политика представляет собой составной конгломерат различных мер экономической политики, воздействующих на экономическую жизнь и положение отраслей и предприятий путем специальных государственных решений, а не только общими благоприятными условиями хозяйствования. Она охватывает все прямые и косвенные меры экономической политики, направленные на изменение структуры экономики (промышленности), региональной политики и политики поддержки того или иного типа бизнеса (малый, иностранный и т.п.). Промышленная политика широко используется в мире не только для вмешательства в конкуренцию, защиту национальных рынков и даже создание новых отраслей экономики как развитыми, так и развивающимися странами. Есть примеры как успешной, так и совершенно провалившейся политики такого рода. В 1990-е годы, по мере формирования более эффективных рынков и создания системы международных договоров (особенно ВТО) по ограничению произвола правительств, многие традиционные методы промышленной политики постепенно уходят в прошлое»[1].

Дебаты между сторонниками и противниками имеет еще один странный аспект — стороны не стремятся, в сущности, договориться о содержании понятия. Поэтому часто борьба с тем или иным видом политики (например, государственные субсидии процентных ставок) идет в рамках взаимных подозрений. Сторонники промышленной политики указывают на нерешенные рынком важные проблемы и большую вероятность, что ряд из них не будет в ближайшее десятилетие решена рынком даже

[1] Обзор БЭА за 1999 год. С. 107.

при макроэкономической стабильности. Соответственно, производственные, инновационные и человеческие ресурсы просто исчезнут или эмигрируют — страна должна будет все начинать сначала. Соответственно, вывод — надо что-то делать, причем характер практических решений остается предметом обсуждения. Противники самого термина «промышленная политика» приходят к понятному списку противопоказаний:

1) сложность прогнозирования развития и невозможность определить направления поддержки;

2) коррупция чиновников, назначающих искусственные критерии отбора проектов;

3) большая эффективность мер по улучшению инвестиционного климата, который автоматически решает все проблемы.

В результате сторонники решения ряда трудных экономических проблем страны находятся как бы «под постоянным подозрением» в коррупции и ведут себя соответственно робко. Лоббисты и коррупционеры при этом чувствуют себя нормально, и ни в какой промышленной политике не нуждаются, поскольку в ее отсутствие легче «решать вопросы» и проводить дискретную государственную поддержку проектов.

Необходимо подробно остановиться на каждом из вышеперечисленных возражений. Ссылки на трудности прогнозирования — аргумент неудачный и основан на скрытом предположении о безошибочности прогнозов частного бизнеса. Безрисковых стратегий не бывает, бизнес и буржуазное государство в течение XX века потратили огромные средства на создание современной экономики и многие проекты оказывались неэффективными. И не меньше примеров расходов, которые вызвали к жизни интересные открытия — космические, например. Если бы наш бизнес находился бы под жестким контролем эффективных собственников (мечта о них — сродни легенде о мудром секретаре райкома в советских фильмах), в массе обладал бы управленческими мощностями, пониманием устройства мира и глобальной конкуренции — так и горя бы не знать. С другой стороны, если это не совсем так, то немедленно возникает проблема — как наш бизнес собирается выигрывать глобальную конкуренцию при «голландской болезни», спорном налоговом законодательстве, низкой норме накопления.

Более серьезной проблемой остается вопрос о приоритетах и коррупции. Пока слабость государства относительно давления

групп интересов проявляется прежде всего в его неспособности провести селекцию своих приоритетов и в распылении средств между множеством институтов и отраслей, отсутствии долгосрочной региональной политики, неизбежно связанной с отраслевой и инновационной. Некоторое влияние на принятие решений имеет также политический цикл: Правительство поддерживает социальные расходы не в последнюю очередь за счет сокращения капитальных статей. В итоге таких процессов капитальные расходы составляют около 1% расходов консолидированного бюджета.

Наконец, надежда, что общее улучшение инвестиционного климата, снижение политических и макроэкономических рисков решат проблемы развития, не оправдывается 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.

Толчком к дискуссии о промышленной политике весной 2003 г. стали низкие темпы роста российской экономики в 2002 г. и мрачные прогнозы: «Вчера советник президента Андрей Илларионов, выступая на брифинге в Санкт-Петербурге, поделился своим не слишком оптимистическим прогнозом развития российской экономики в 2003–2004 гг. По мнению экономиста, никакого существенного прибавления в темпах роста не будет, а будет стагнация. Объемы промышленного производства, считает г-н Илларионов, вырастут не более чем на 3–4% и не превысят показателей 2002 г.»[1]. Потом обнаружилось значительное ускорение роста в 2003 г. на фоне рекордно высоких (и длительных) цен на нефть в связи с войной в Ираке. Послание Президента в мае 2003 г. призвало сосредоточиться на борьбе с бедностью, военной реформе и удвоении ВВП. Последнее и вызвало оживленную дискуссию, поскольку структура российской экономики такова, что металлургия, химия и топливно-энергетические отрасли доминируют, но в них невозможно быстро нарастить добавленную стоимость.

[1] Время новостей. 22.01.2003.

Рост экономики, особенно удвоение ВВП предполагает развитие сферы услуг и предприятий с высокой степенью добавленной стоимости. Два ресурса России — человеческий капитал и природные ресурсы — предполагают разные механизмы развития, налоговые подходы, несут за собой разные политические риски и выигрыши. Эти два ресурса имеют весьма разное выражение в бизнесе и по-разному представлены в государстве. Их представители одновременно конкурируют друг с другом, одновременно борются с коррупцией и несовершенством рыночных институтов своими специфическими средствами. Обе представляют разные пути модернизации. Кстати, выбор субъектов модернизации невелик:

- государство в рамках структурной политики (через перераспределение доходов) пытается развивать инновационные отрасли, против чего выступает официальная либеральная доктрина и большинство бизнесменов, особенно экспортных отраслей;
- крупные компании — многоотраслевые холдинги, которые ведут глобальное размещение активов, что полностью соответствует рациональной корпоративной логике;
- свободный массовый предприниматель, на которого надеется существующая официальная экономическая доктрина.

Теперь три типа инвестиционных проектов, которые в России идут. Это то, что идет в основном на самофинансировании, плюс однолетние банковские кредиты. Наши облигации с офертой на самом деле это 12-месячная коммерческая бумага, замаскированная под бонд. Идут экспортные сырьевые проекты с залогом поставок, практически это проектное финансирование зарубежными инвесторами. И в-третьих, идет некоторое ограниченное количество проектов, связанное со снабжением людей верхних двух по доходам квинтелей, то есть, по автомобилям, в торговле, в строительстве и прочее.

Теперь три типа проектов, которые не идут. Пока мы можем решить проблемы этих трех типов проектов без специальных мер — горизонтальных, вертикальных, структурных и повышения конкурентоспособности «специальными мерами», термин «промышленная политика» проклят не только международными финансовыми организациями, но и у нас. 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 и по поводу которого идет спор, это собственно в обрабатывающей промышленности. Это тип проектов с оценкой будущей их коммерческой доходности через год-два — строительство, заказ оборудования — еще год-два. И если они сегодня придумываются, они будут введены не ранее 2007 г. Эти проекты нельзя сделать без пятилетней облигации. Дело не в том, хотим мы промышленную политику или не хотим, вопрос заключается в том, что мы будем делать? Третий тип проектов рано или поздно начнет реализовываться, но он будет делаться с лагом в три-четыре года от того момента, когда появится нормальный пятилетний бонд. До этого можно дожить путем понижения рисков и ждать, когда будет решена проблема узких мест финансовой системы и свободного перелива. А вот как мы первый и второй тип будем делать без специальных мер политики — это большая загадка.

Сложность использования официальной статистики Госкомстата по инвестициям заключается в том, что инвестиции по полному кругу организаций с учетом малых предприятий и неформальной деятельности предоставляются с опозданием в два года: в 2004 г. мы все еще имеем возможность использовать статистику со всеми досчетами только за 2001 г. Промежуточной статистикой, которую можно использовать, являются данные по крупным и средним предприятиям. Разница между этими двумя массивами данных достигает значительных величин: так, без досчета инвестиции в 2002 г. сократились на 1,7%, а с досчетом — выросли на 2,6%. При анализе динамики инвестиций по отраслям проблема осложняется тем, что досчет очень неравномерно распределяется по отраслям: от 9,5% до 40% по номинальным значениям и от 28

до 12 процентных пунктов физического объема. Эти величины мы сравниваем на основе данных за 2001 г. — мы сравнили данные без досчета и с досчетом. Мы приводим разницу в номинальных значениях (отношение досчета к величине номинального досчитанного показателя) и разницу в темпах прироста. Из анализа видно, что для некоторых отраслей — легкая промышленность, жилищное хозяйство, строительство, торговля, цветная металлургия — досчет очень существенно меняет картину динамики роста: разница составляет более 10 процентных пунктов. К сожалению, статистические органы не предоставляют сопоставимых рядов по прошлым периодам — когда появляются скорректированные данные, ряды по крупным и средним предприятиям перестают публиковаться. Дополнительной проблемой остается, вероятно, не полная очистка данных в строительстве при изменении учета НДС в 2001–2002 гг. Поэтому в таблице 4.13 приведены масштабы расхождения по 2001 г., тогда как динамика по отраслям анализируется от дельно по двум подпериодам: 1996–2001 гг. — скорректированные данные и 2001–2003 гг. — данные по крупным и средним предприятиям.

Таблица 4.13 показывает, что энергичный инвестиционный рост последних лет имел три «локомотива», с точки зрения вклада в инвестиционный спрос: транспорт (27%), жилье (около 10%) и нефтедобыча (13,6%). Эти три отрасли дали половину общего прироста за весь подъем. Понятно, что в такой стране как Россия, все эти три отрасли 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 рост 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.

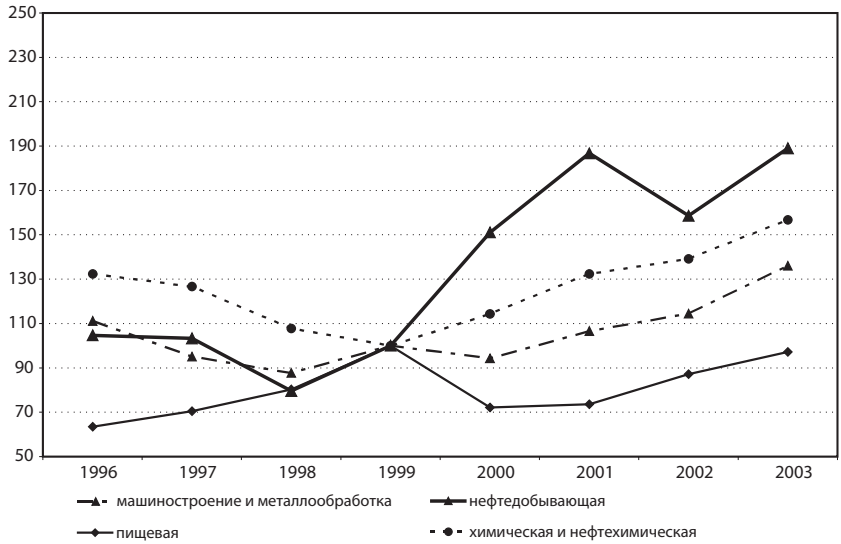

Рис. 4.13. **Инвестиции в ведущие отрасли промышленности; 1998 = 100%**

Источник: Инвестиции в России: Стат. сб. Госкомстат. М., 2003; возможные смещения в 2001–2003 гг. (см. табл. 4.16).

В нефтедобыче процесс накопления носит достаточно простой характер в силу простоты стимулов (цены экспорта), необходимости дополнительных вложений в трубопроводы и другие средства доставки нефти к рынкам. Критическое наращивание инвестиций в этой отрасли (почти удвоение) прошло в 2000–2001 гг., что позволило заложить основы огромного наращивания добычи нефти и ее экспорта в последующие годы. Одновременно это создало очевидную зависимость общей инвестиционной динамики страны от колебаний вложений в нефтедобычу.

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

Таблица 4.13

Темпы прироста физического объема инвестиций по отраслям (в %)

	По полному кругу предприятий, включая неформальную деятельность						Только крупные и средние предприятия			(1)	(2)	(3)
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001	2002	2003	2001	2001	вклад отраслей в рост 2000–2003 гг., %
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Группа 1: инфраструктурные отрасли	**–12,9**	**–1,8**	**–15,9**	**19,7**	**22,5**	**7,8**	**5,8**	**–5,4**	**15,4**			**29,7**
электроэнергетика	–5,0	6,9	–22,1	–20,9	–4,9	11,1	6,6	12,2	19,6	–4,7	4,5	3,9
транспорт	–16,1	–7,4	–18,6	35,1	30,5	4,6	2,9	–17,9	3,4	–2,1	1,7	27,3
связь	–15,7	7,2	5,7	–12,9	–3,0	26,1	27,3	33,4	51,3	6,9	–1,2	1,9
Группа 2: конкурирующие с импортом	**–12,7**	**–2,0**	**3,6**	**20,5**	**–18,3**	**7,3**	**8,4**	**13,0**	**15,1**			**5,8**
машиностроение и металлообработка	–10,6	–14,5	–7,7	14,0	–5,7	13,0	6,8	7,4	18,8	6,4	6,2	2,8
легкая	–22,7	–11,9	–14,0	15,2	–30,1	9,9	38,8	–4,8	20,7	12,7	–28,9	0,1
пищевая	–14,3	11,0	13,7	24,8	–27,9	2,0	8,2	18,5	11,5	9,6	–6,2	2,9
Группа 3: ЖКХ, строительство, торговля	**–18,8**	**–7,7**	**–7,6**	**–3,1**	**10,6**	**3,7**	**–5,3**	**12,7**	**8,9**			**19,6**
жилищное хозяйство	–27,4	–20,7	–10,5	3,2	2,8	3,0	–9,0	28,3	7,8	40,7	12,0	9,7

Продолжение табл. 4.13

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
коммунальное хозяйство	–20,6	3,9	1,5	–15,5	11,2	–2,9	–5,0	–1,6	3,4	–2,2	2,1	7,5
промышленность строительных материалов	–35,5	–12,5	–37,4	19,0	23,5	16,5	18,0	16,2	–1,2	10,2	–1,5	0,6
строительство	12,7	–2,0	–15,4	–4,2	13,3	11,2	32,7	–18,0	7,1	26,7	–21,5	3,0
торговля и общественное питание	15,0	44,0	–0,5	–9,5	34,9	6,4	20,2	20,9	28,5	40,8	–13,8	1,5
Группа4: нефть и газ	**–12,9**	**0,1**	**–29,7**	**28,3**	**49,3**	**19,2**	**13,2**	**–11,3**	**20,7**			**17,9**
нефтедобывающая	–24,5	–1,4	–23,0	25,8	51,1	23,6	15,9	–15,1	19,2	–4,0	7,7	13,6
газовая	10,2	2,9	–49,0	34,7	44,4	5,0	5,0	–1,0	24,8	–9,5	0,0	4,4
Группа *5*: конкурирующий экспорт	**–22,9**	**–2,4**	**–13,3**	**22,4**	**21,5**	**21,0**	**13,2**	**–2,5**	**10,3**			**6,8**
черная металлургия	–23,8	–14,8	–2,7	8,9	15,7	18,4	10,1	–10,4	15,6	–1,5	8,3	2,2
цветная металлургия	–31,4	10,4	–23,7	52,6	29,9	25,9	14,3	–2,2	5,5	4,1	11,6	3,1
химическая и нефтехимическая	–13,9	–4,3	–15,0	–7,1	14,3	15,7	15,3	5,2	12,6	8,2	0,4	1,6

Источник: Инвестиции в России: Стат. сб. Госкомстат. М., 2003.

Примечание:

1) отношение разницы инвестиций за 2001 г. в текущих ценах («полные» минус «крупные») к инвестициям по полной оценке, %;

2) разница темпов прироста за 2001 г. в процентных пунктах: «полные» минус «крупные»;

3) вклад отраслей в прирост инвестиций за три года (2001–2003 к 2000 г.), взвешенные по среднеарифметической структуре инвестиций в постоянных ценах за 2001–2003 гг.

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. Девальвация и экономический рост в стране подстегнули вложения в отраслях металлургии и нефтехимии (суммарно менее 7% вложений). Они реально конкурируют с предприятиями либо развитых стран, либо высокоэффективными предприятиями стран ЮВА. Так что инвестиционный процесс в этой сфере зависит от мирового спроса и государственной политики в сфере тарифов.

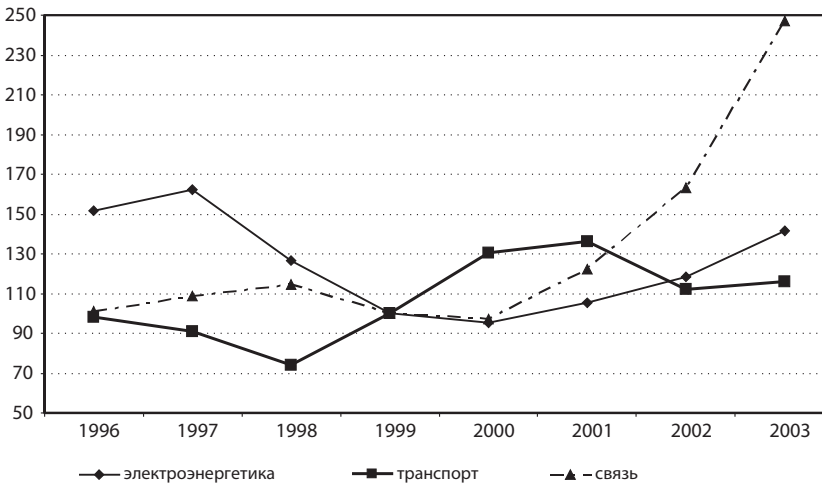

Рис. 4.14. **Инвестиции в инфраструктурные отрасли, 1998=100%**

Источник: Инвестиции в России: Стат. сб. Госкомстат. М., 2003; возможные смещения в 2001–2003 гг. (см. табл. 4.17).

На отрасли инфраструктурного характера (рис. 4.14) в 2003 г. пришлось уже почти 30% всех капиталовложений. Тот факт, что связь 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 имеют медленную окупаемость и не слишком коммерчески привлекательны. Остается проблемой, кто (кроме государства) будет в ближайшие годы обновлять изношенные сети дорог, мостов, городских теплосетей и «хрущоб», поскольку это заведомо низкорентабельные проекты с длительными сроками окупаемости. Огромная потребность в обновлении изношенных «советских» физических активов — это в конечном итоге проблема государственной политики, переложенная 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)»[1]. Можно утверждать, что за последние пятнадцать лет не было начато и проведено практически никаких инфраструктурных проектов национального значения. Исключение составляет строительство шоссейных дорог за счет одного из займов Всемиирного банка, завершение долгостроев советского времени за счет средств естественных монополий.

Одним из неожиданных результатов подъема стал контраст в развитии жилищного строительства и даже снижение 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 к только к росту строительства, но к росту цен на недвижимость.

[1] См. Том 2 Раздел 4.5 данного издания.

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.

Значительное увеличение вложений в машиностроение и металлообработку, которое было отмечено всеми наблюдателями, остается в весьма незначительных пределах — много меньше вложений в связь и пищевую промышленность — 3,3% в 2003 г. выглядят естественно. Идет рост вложений, но нет серьезного бума вложений в машиностроение. 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 идут параллельно. За тот же период импорт вырос в два раза, а выпуск машиностроительной продукции — лишь на две трети за годы подъема.

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 время подъема Россия не выбросила на мировой рынок 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.

Любая инвестиционная политика была бы серьезным тестом для правительства — действительно ли оно окрепло настолько, что может проводить систематические долгосрочные меры селективной поддержки. Можно идти путем повтора естественного развития от сырья к более высоким уровням обработки, но тогда на длительный период наука «зависает» без потребителя в промышленности (трудно сделать массовую «экспортную» науку). Сторонники этого подхода видят пути процветания страны на путях развития поставок сырья и полуфабрикатов: «...по мере того как Китай будет превращаться в „мировой цех“ по производству промышленных товаров, Россия может стать основным поставщиком сырья для китайских производителей»[1]. В этом отношении институционалисты делают ударение на формировании институтов, допуская всю гамму инструментов экономической политики, которая существует на сегодняшний день в мире: «Механизмом влияния промышленной политики на экономический рост служит повышение конкурентоспособности национальных производителей по сравнению с конкурентами из других стран»[2]. Именно в этом и состоит проблема — можно ли при огромной неравномерности отраслей и регионов в России, неравенстве доходов и тяжелой «голландской болезни» найти пути вывода страны с менее чем три тысячи долларов ВВП на душу населения на путь устойчивого развития и модернизации «естественным порядком». Фактор времени остается решающим — неизбежен риск модернизации.

---

[1] *Брич А.* Путь России к процветанию в постиндустриальном мире // Вопросы экономики. 2003. № 5. С. 31.

[2] *Авдашева С., Шаститко А.* Промышленная и антимонопольная политика: pro et contra // Вопросы экономики. 2003. № 9. С. 22.

4.11. Россия экспортирует капитал и привлекает инвестиции: прямые ввоза и кривые вывоза[1] (2004)

В течение пятнадцати лет с начала рыночных реформ все российские правительства активно привлекают иностранные инвестиции. Все иностранные консультанты и организации все это время твердят о необходимости иностранных инвестиций. Одновременно российская экономика в лице ее хозяйствующих субъектов — компаний всех уровней и населения — продолжает масштабный экспорт капитала. В течение всего пореформенного периода мы «привлекаем» несколько миллиардов в удачный год, но вывозим в несколько раз больше легально и нелегально. Что, собственно говоря, происходит?

Суть в том, что ввоз и вывоз капитала отражают различные экономические процессы: ввоз связан с инвестиционным процессом в стране, а вывоз определяется стремлением компаний и собственников диверсифицировать свои активы и риски. Чтобы разграничить ввоз и вывоз, необходимо вернуться к базисным положениям науки о движении капитала. Во-первых, страна с большим положительным сальдо платежного баланса в принципе должна вывозить капитал (общее сальдо всегда равно нулю), как это происходит с Россией в последние годы. На всем постпространстве СЭВ только экспортеры энергоресурсов Россия и Казахстан (и Туркмения) имеют такое сальдо и вывозят капитал. В нашем случае такой вывоз складывается не только из собственно ухода капитала, но и прироста резервов ЦБ и обслуживания внешнего долга. То есть столь масштабный вывоз отчасти детерминирован нашей макроэкономической ситуацией.

Во-вторых, ввоз капитала определяется внутренними потребностями экономики и условиями для инвесторов. Иностранные инвестиции важны тем, что финансируются не из национальных сбережений страны получателя — собственно в этом суть дела.

[1] *Григорьев Л.М.* Россия экспортирует капитал и привлекает инвестиции. (Прямые ввоза и кривые вывоза) // Финансовый контроль. М., сентябрь, 2004. С. 114–119.

Были периоды масштабного финансирования развития ряда стран за счет иностранного капитала на определенных периодах истории: США во второй половине XIX в. или России в начале XX в. Но вложения любого капитала идут в инвестиционные проекты в рамках процесса накопления в данной стране, со всеми ее особенностями.

В третьих, важна форма и динамика инвестиций, а не только величина. Опасно, как показали кризисы (включая наш 1998 г.) закрывать макроэкономические дыры (платежный баланс или бюджет) с помощью портфельного капитала в стране со слабой финансовой системой. Развитые же страны могут себе позволить длительные дисбалансы, ввозят и вывозят огромные объемы капитала в различной форме. Например, США — чистый импортер капитала в портфельной форме (государственные и частные облигации)[1]. Отток российского капитала в мировую экономику значителен для нас — 15–20 млрд долл. ежегодно. Но этот приток не меняет ситуации в глобальной экономике, в которой порядок величин движения капитала оценивается величинами порядка от двух третей до триллиона долларов ежегодно. В регионе бывшего СССР и СЭВ наш прямой капитал играет все более значительную роль. А добавив примерно десять миллиардов долларов, в которые оцениваются переводы домой мигрантов из России, мы получим значительное финансовое влияние в регионе, но не на финансовых рынках мира, на которых оборот исчисляется триллионами долларов.

Если подходить по критерию развития страны, то предпочтителен прямой капитал, который не может уйти в условиях кризиса, тогда как портфельный капитал текуч, часто спекулятивен и не раз был причиной финансовых затруднений. Портфельный иностранный капитал, вложенный в государственные бумаги или акции и частные облигации, представляет собой финансовый ресурс, предоставленный государству или финансовым институтам страны, который последние еще должны эффективно использовать. Прямые же инвестиции тем и хороши, что вложены прямо в фирмы и предприятия и дают перенос технологий и управления, эффект развития непосредственно. У развивающихся стран нет выбора — они конкурируют за прямой капитал, критичный для

[1] См.: *Григорьев Л.М.* Трансформация без иностранного капитала: десять лет спустя // Вопросы экономики. 2001. № 6.

развития. У России как экспортера сырья и энергии образуется большой положительный торговый баланс и тем самым есть больше возможностей.

В-четвертых, доля потока финансовых ресурсов в развивающиеся и переходные страны составляет лишь некоторую часть от его общего движения в мире — 130–180 млрд долл. последние годы. В этом плане при высокой концентрации прямых вложений в Юго-Восточной Азии, Китае и Латинской Америке всем остальным странам с развивающимися рынками приходится вести серьезную конкуренцию за инвестиции. Отметим, что большинство стран, активно притягивающих инвестиции, имеет негативный торговый баланс (кроме Китая) и нуждаются в капитале для его покрытия. Это важно с той точки зрения, что за привлечение инвестиций болеют не только соответствующие ведомства по развитию экономики, но и минфины и центральные банки этих стран, «ведомственно» отвечающие за макроэкономическую стабильность. Без такого стимула и их участия собственно экономическим ведомствам трудно сформировать благоприятную прагматичную политику для иностранных инвесторов, что, кстати, легко подтверждается российским примером.

Россия после 15 лет реформ уступает большинству стран СЭВ и даже Казахстану по привлечению прямых иностранных инвестиций (кроме Украины), причем в большинстве случаев не только по относительным, но и по абсолютным величинам. Если внести поправку на скрытый возврат собственного вывезенного капитала, то, возможно, мы уступаем и некоторым малым соседям по привлечению в свою страну капитала, действительно принадлежащего иностранцам, а не российским физическим лицам (и недавним эмигрантам)[1]. Интуитивно понятно, что неверна либо предпосылка о необходимости иностранных инвестиций в России, либо что-то о целях и методах их привлечения. За эти годы проблема иностранных инвестиций обросла целым рядом мифов, вроде:

- инвесторы «сами придут» (ранние 90-е);
- иностранные инвестиции нужны для модернизации экономики (обычно порядка триллиона долларов!);

[1] Первые два места по ввозу капитала в РФ занимают Виргинские острова и Кипр.

- для прихода прямых инвестиций необходимо (скрыто — «и достаточно») политической и макроэкономической стабилизации;
- капитал все больше приходит по мере снижения политических рисков и формирования инвестиционного климата (последние годы);
- России «причитается» некая доля или норма инвестиционных потоков мира (живо до сих пор);
- у нас все в порядке, национальный режим — осталось это объяснить инвесторам (постоянная тема);
- инвестиции «придут вот-вот» как универсальный способ отчетности в успехах обретения «инвестиционного климата» (1996–2004 гг.).

Большую часть мифов можно уже не опровергать — инвесторы сами не пришли. Инвесторов надо водить за руку, поскольку наши преимущества никогда не выглядели совершенно бесспорными (за пределами природных ресурсов): «Они к нам идут не просто за нормой прибыли, а с поправкой на риск. Поэтому кажущаяся выгодность вложений — природные ресурсы, дешевая рабочая сила и огромный рынок — со стороны выглядит не так просто. Рабочая сила после стабилизации рубля будет не дешевле, чем в Юго-Восточной Азии, природные ресурсы (их дефицита на мировом рынке, в общем, нет) в основном в местах не слишком теплых, и цена на них быстро растет, рынок многочисленный, но „умеренно богатый“»[1].

Обсуждение вопроса о триллионе долларов иностранных инвестиций в общем не имеет почвы в реалиях мировых потоков капитала. Китай за два десятилетия подъема, получая по 30–40 млрд долл. в год (частично также собственных средств через Гонконг), может быть близок к этой цели. В наших условиях, экспортируя капитал и привлекая по 3–5 млрд долл. инвестиций в год, это задача на столетия... Россия в течение всего подъема сберегает порядка 33–35% ВВП, а инвестирует намного меньше — 20,6% в 2003 г. Разница уходит в прирост резервов ЦБ, обслуживание внешнего долга и вывоз капитала. Экономический рост последних лет значительно увеличил накопление в стране, но не вывел их относительные показатели на уровень как ведущих стран мира,

[1] *Григорьев Л.* Глазами инвестора // Московские новости. 07.06.1992.

так и большинства соседей в Азии и Центральной и Восточной Европе[1]. Если мы не реинвестируем собственных сбережений, то трудно представить себе масштабные вложения извне.

Предположение, что проведение реформ и макроэкономическая стабилизация достаточны для привлечения инвестиций, опровергнуто так же, как и предыдущие мифы, в ходе подъема 1999–2004 гг. Хотя российская экономика росла весьма бурно, внутренний инвестиционный бум был впечатляющим в процентах, но не столь велик в миллиардах долларов. Политическая стабилизация и макроэкономическая стабильность являются условиями, но не поводом и причиной для капиталовложений в российскую экономику. Во всяком случае, не удалось найти устойчивой связи между политическими событиями 90-х годов и вывозом капитала.

Встречи с инвесторами за полтора десятилетия не дали непосредственных результатов — мы отстаем по прямым инвестициям от соседей в Европе и в Азии. Рост рейтинга страны, курсов акций и прочие положительные индикаторы макроэкономического характера тонизируют портфельных инвесторов, которые готовы активно поиграть на российском фондовом рынке также, как и в своем время на ГКО. Важно не путать закономерности привлечения прямого капитала в рамках государственной политики ради модернизации российской экономики с созданием благоприятного климата для портфельных инвесторов. Для портфельных инвесторов важна прозрачность информации о реальном состоянии компаний, бумаги которых они покупают, макроэкономическая устойчивость и высокая доходность. В этом плане все условия для широких долговых заимствований за рубежом есть.

Прямые инвестиции должны «работать» на территории страны, взаимодействовать с внутренней банковской системой, налоговыми органами, подчиняться всем российским писаным и неписаным правилам ведения бизнеса. Заметно, что формирование политической устойчивости и макроэкономической стабильности (характерно в ЦВЕ) благоприятствует старту инвестиций, потом в течение трех-четырех лет иностранный бизнес осваивается в стране, начинает спешить занять позиции в борьбе со своими глобальными конкурентами. После такой прелюдии

[1] См., например: OECD Economic Outlook. Wash., July 2004. Table 1.A1.4. P. 79.

образуется критическая масса бизнеса, в котором процесс накопления и привлечения капиталов из различных источников становится не экстраординарным явлением, или важными проектами под наблюдением высших должностных лиц государства. Напротив, расширение внешних вложений становится рутинным событием в рамках широкого внутреннего процесса развития. Так что дело не в медлительности инвесторов, а в созревании внутренних условий для инвестирования. В частности слабость внутренней банковской системы и финансовых рынков в целом в России ослабляет возможности использования зарубежного портфельного капитала так же, как и собственных сбережений отраслей-экспортеров. Отметим, что за время подъема при бурном росте активов банковского сектора его доля в финансировании капиталовложений практически не выросла, самофинансирование предприятий продолжает доминировать.

Таблица 4.14 показывает, что абсолютный объем ввоза прямого капитала остается весьма умеренным[1]. Увеличение вложений в 2003 г. в основном связано с ростом вложений на Сахалине по старым соглашениям по СРП. За годы подъема рост иностранных вложений сохранил свою специфическую структуру: нефтяная отрасль в тех пределах, в которых иностранцев «пустили» наши нефтяные компании; торговые сети; пищевая промышленность. По состоянию по 2002 г. в РФ по данным Госкомстата 11% накопленных иностранных инвестиций было вложено в пищевую промышленность и 24% в торговлю и общественное питание. По-прежнему относительно низка доля вложений в машиностроение (6,5%), хотя поток сравнительно небольших вложений (в несколько десятков миллионов долларов) из европейских стран (ФРГ, Финляндия и др.), в частности, в форме торговых кредитов довольно устойчив и в других перерабатывающих отраслях.

Даже рост вложений 2003 г. не меняет пока ситуации — примерно в тех же величинах получают последние годы вложения Польша, Чехия, Казахстан, ранее Венгрия. В эти страны большие (объемы сравнимые с российскими и выше) прямые инвестиции идут уже с середины 90-х годов: «Фактически Россия упустила

[1] Мы не берем ввоз портфельного капитала, который весьма быстро реагирует на внешние события и потому неустойчив, хотя и играет значительную роль в условиях подъема 200–2004 гг. в России (как отчасти это было и до краха 1998 г.).

Таблица 4.14

Показатели ввоза и вывоза капитала из России в 1995–2003 годах (в миллиардах долларах, если иное не указано)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
1. Прямые инвестиции за границу	–0,9	–3,2	–1,3	–2,2	–3,2	–2,5	–3,5	–9,7
2. Портфельные инвестиции (активы)	–0,2	–0,2	–0,3	0,3	–0,4	0,1	–0,8	–2,5
3. Экспорт прямого и портфельного капитала из РФ (1.+2.)	**–1,1**	**–3,3**	**–1,5**	**–2,0**	**–3,6**	**–2,5**	**–4,3**	**–12,3**
4. Ввоз прямого капитала в РФ*	**2,6**	**4,9**	**2,8**	**3,3**	**2,7**	**2,7**	**3,5**	**6,7**
4а) Справочно: прирост прямых инвестиций**	5,0	5,4	3,4	4,3	4,4	4,0	4,0	нд
***5.* Превышение ввоза над вывозом (3.+4.) *** **	**1,5**	**1,5**	**1,2**	**1,4**	**–0,9**	**0,3**	**–0,9**	***–5,5***
6. Своевременно не полученная экспортная выручка и не поступившие товары и услуги в счет переводов денежных средств по импортным контрактам	–10,1	–11,6	–8,0	–5,1	–5,3	–6,4	–12,2	–15,4
7. Торговые кредиты и авансы предоставленные	–6,1	–0,5	–5,3	–3,3	–4,2	0,8	0,6	–3,9
8. Чистые ошибки и пропуски	–7,7	–8,8	–9,8	–8,6	–9,2	–9,5	–6,5	–7,4
9. «Бегство» капиталов (6.+7.+8.)	**–24,0**	**–20,9**	**–23,1**	**–16,9**	**–18,7**	**–15,0**	**–18,2**	**–26,8**
10. Валовой вывоз капитала (3.+9.)	**–25,1**	**–24,3**	**–24,6**	**–18,8**	**–22,3**	**–17,5**	**–22,5**	**–39,1**
11. Чистый вывоз капитала (5.+9.) * **	**–22,5**	**–19,4**	**–21,9**	**–15,5**	**–19,6**	**–14,8**	**–19,0**	**–32,3**
12. Отношение легального вывоза к валовому, % (3./9.)	**4,4**	**13,8**	**6,2**	**10,4**	**16,1**	**14,0**	**19,2**	**31,4**
13. Экспорт	**89,7**	**86,9**	**74,4**	**75,6**	**105,0**	**101,9**	**107,3**	**135,9**
14. Сальдо торгового баланса	**21,6**	**14,9**	**16,4**	**36,0**	**60,2**	**48,1**	**46,3**	**60,5**
15. Отношение вывоза капитала к экспорту, %	**28**	**28**	**33**	**25**	**21**	**17**	**21**	**29**
16. Отношение вывоза капитала к торговому сальдо, %	**116**	**163**	**150**	**52**	**37**	**36**		**65**

* 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.
Рассчитано по данным платежного баланса ЦБ.

шанс на привлечение значительных масс прямого иностранного капитала ... это произошло в 1993–1995 гг., когда страна была занята ваучерной приватизацией, исключавшей как прямую продажу предприятий стратегическим инвесторам, так и организованное участие прямого капитала в процессе обмена ваучеров на собственность. ... Конкурентную борьбу за иностранные инвестиции выиграли „прагматики“ — те страны, которые не были втянуты в теоретические споры о вреде льгот для иностранных инвесторов, об абсолютных преимуществах национального режима»[1].

Недавно — в начале этого десятилетия — пошли вложения в Словакию. В целом можно ожидать, что в течение ближайших лет будет продолжаться (оно уже началось) значительное перемещение капитала в страны Центральной и Восточной Европы, которые только что вступили в ЕС. Заметно, что промышленные и инновационные проекты идут «вокруг нас». В этой ситуации идея «причитающейся» нам доли мировых прямых инвестиций тускнеет сама собой. На прямые инвестиции в мире нет квот в отличии от портфельных вложений, отчасти регулируемых правилами диверсификации географических, страновых и политических рисков в инвестиционных банках и фондах развитых стран. Скорее можно говорить о том, что Россия в будущем будет по-настоящему использовать свои сбережения и постепенно (нескоро еще) начнет вести настолько масштабную модернизацию экономики, которая втянет и большие иностранные капиталы.

Российский инвестиционный климат, конечно, улучшился после серии реформ. Хотя плоские налоги не вывели «на свет» малый бизнес, но в целом предсказуемость экономических властей возросла. После пяти лет подъема сохраняется довольно высокий положительный реальный процент за кредит бизнесу (14% и более при инфляции в 10%), высокие налоги. Сохраняется высокий уровень рисков в области прав собственности (банкротства, конфликты), хотя ситуация несколько спокойнее, чем несколько лет назад. Важным моментом является вечное ожидание роста роли фондового рынка для увеличения финансирования капиталовложений. Скорее рост внутренних инвестиций зависит от развития рынка корпоративных облигаций (пока порядка 4–5 млрд долл.), чем от акций. Все-таки российское законодательство ориентирует

[1] См.: *Григорьев Л.М.* Трансформация без иностранного капитала: десять лет спустя // Вопросы экономики. 2001. № 6.

основного собственника на поддержание 75% пакета акций для полного контроля и возможности при случае продать предприятие без больших помех со стороны миноритарных собственников. Так что акции используются скорее для целей контроля, чем финансирования. Поэтому при улучшении ситуации происходит взлет курсов российских акций при их крайне незначительном предложении.

Таким образом, при бесспорных успехах страны в ходе подъема и росте капиталовложений роль прямого иностранного капитала остается весьма ограниченной. Поэтому обычные проектировки привлечь необходимый объем иностранного капитала через 3–5–10 лет можно пока рассматривать как пожелание, а не расчет.

Рост вложений возможен, естественно, на базе проектов. В годы подъема новых проектов обсуждалось довольно много, но они по-прежнему или завершение долгостроев или сырьевые проекты на экспорт, остальное — транспорт, связь, пищевая промышленность и торговля, а также жилищное строительство[1]. «Голландская болезнь» пока еще душит обрабатывающую промышленность, особенно отрасли работающие на внутренний рынок и конкурирующие за спрос со стороны своего (в основном состоятельного) населения — легкая, автомобильная и прочее.

Потребуются 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 поток втянул в себя финансирование вложений, как из национальных, так и внешних источников.

А в это время Россия продолжает экспорт капитала. По оценкам Россия экспортирует порядка двух–трех миллиардов в год прямого капитала — первое место среди развивающихся рынков Восточной Европы, но одно из последних — в притоке прямых инвестиций (общий приток в регион — порядка 30 млрд долл.)[2]. Возвращаясь к таблице 4.14, можно отметить рост вывоза легального прямого и портфельного капитала и рост доли легального экспорта в общем вывозе. В общем увеличение легального вы-

[1] См.: Том 1 Раздел 1.6 данного издания.

[2] См.: Доклад о мировых инвестициях / ЮНКТАД, ООН. Женева, 2003. С. 60–63.

воза есть совершенно нормальное явление для страны с таким гигантским положительным торговым сальдо, подпитываемым высокими нефтяными ценами. В конце концов экспорт легального капитала — респектабельно, помогает нашему ЦБ сдерживать повышающееся 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 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%. Это относится к периоду, когда Российское государство бурно брало в долг за рубежом и упражнялось в ГКО. В последние годы ситуация принципиально изменилась.

Рост стоимостного объема российского экспорта в последние годы увеличивает свободные капиталы, которые ищут приложения за рубежом, так что доля упала. По структуре вывоза сохраняется высокий уровень «пропусков и ошибок» как показатель неучтенного вывоза. Заметно, что в последние два года вдруг резко возрос невозврат валюты при экспорте и активное кредитование импорта нашими предприятиями. По видимости они все кредитуют, но не получают товаров — иначе сделки были бы закрыты. Остается два варианта — вывод капиталов или нормальный платеж при импорте, но за товары ввезенные по серым схемам и значительно меньшей стоимости — иначе на эту сумму вырос бы импорт. Так что российский вывоз капитала остается специфическим российским явлением, отражающим не столько макроэкономические и политические риски, как принято в теории, а корпоративную и индивидуальную стратегии размещения активов и минимизации рисков.

В прошлом году доля вывоза капитала в торговом сальдо снова стала расти, причем еще до июля 2003 г. и начала дела «Юкоса». То есть экономика увеличивает вывоз капитала. Вопрос стоит просто — до какой степени новый уровень легального и нелегального вывоза становится «нормальным» для российской экономики. Вывоз прямого капитала (в общем безвозвратный, хотя позитивно влияющий на позиции компаний в мире) при

ввозе массы портфельного — это естественная схема финансирования роста в стране со слабыми финансовыми рынками и не полной защитой прав собственности. Инвесторам легче забрать короткий кредит под поставку, чем вытащить свою долю из предприятия или даже перепродать пакет акций. При возможном в будущем снижении стоимости энергетического экспорта России встроенный вывоз становится важным фактором в поддержании (или не поддержании) макроэкономического равновесия. По макроэкономическим параметрам Россия больше соответствует нормам ЕС, чем многие его члены. Однако модернизация экономики предполагает более масштабный инвестиционный бум, более развитую систему банков и финансовых рынков и поворот собственных сбережений в накопление. До тех пор будем с удивлением изучать кривые вывоза и прямые ввоза капитала в Россию.

4.12. Проблемы накопления после 15 лет трансформации и 5 лет подъема[1] (2005)

Россия нуждается в модернизации своих основных фондов, вложенных как в промышленность, так и в производственную и транспортную инфраструктуру, комплекс жилищного хозяйства — потребности в накоплении огромные. Пятнадцать лет страна продирается через кризисы, пятнадцать лет она проводит реформы, пятнадцать лет ждет эффективной рыночной экономики как средства решения проблем развития. В условиях высоких прибылей компаний, сырьевого бума, пятилетнего профицита бюджета, роста личных доходов семей можно бы ожидать инвестиционного бума, появления массы малых и средних предприятий. Но норма накопления в ВВП в России после пяти лет подъема никак не выйдет за пределы 20–22% при норме сбережений, превышающей 30% ВВП. Все проблемы накопления в одной статье не решишь, но дискуссию о том, что делать дальше, пора начинать.

Основной капитал и инвестиции сегодня

За годы подъема (1999–2004 гг.) российская экономика продемонстрировала впечатляющие показатели: среднегодовой темп роста ВВП за эти годы составил 6,8%, средний прирост капиталовложений превышал 10% (см. табл. 4.15). В 2004 г. рост продолжался, хотя инвестиционный процесс в середине года серьезно замедлился — до уровня, соответствующего росту лишь около 4% в годовом исчислении. За этот период были решены многие ключевые макроэкономические проблемы (в первую очередь, долговая), существенно повышено качество бюджетной политики, проведен широкий набор структурных реформ, включая налоговую реформу. Но по многим направлениям прогресс остается скромным, что не позволяет пока говорить о том, что мы уверенно стали на путь модернизации.

[1] *Григорьев Л., Гурвич Е.* Проблемы накопления после 15 лет трансформации и 5 лет подъема // Стратегия России. 2005. № 5.

Таблица 4.15

Основные характеристики накопления капитала в российской экономике

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Темп роста ВВП	6,4	10,0	5,1	4,7	7,3	7,1
Темп роста инвестиций в основной капитал	5,3	17,4	10,0	2,8	12,5	10,9
Валовое накопление основного капитала (в % ВВП)	14,4	16,9	18,9	17,9	18,2	17,9
Прямые иностранные инвестиции (млрд долл.)	3,3	2,7	2,7	3,5	8,0	11,7
Остаточная стоимость основных фондов на конец года (в % ВВП)	170	131	123	118	117	88*
Темпы роста основных фондов (%)	0,1	0,4	0,6	0,7	0,9	
Темп роста выпуска продукции машиностроения (%)	17,2	20,0	7,2	2,0	9,4	11,7
Коэффициент обновления основных фондов (%)	1,2	1,4	1,5	1,7	1,9	
Коэффициент выбытия основных фондов (%)	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	
Износ основных фондов на начало года (%)	41,9	42,4	45,8	47,9	49,5	54,0*

** С поправкой на уточненный износ на железнодорожном транспорте.*

Одна из ключевых задач, которые необходимо решить для построения эффективной и устойчиво развивающейся экономики — это кардинальное обновление основного капитала. Надежды реформаторов в России, что снижение макроэкономических рисков, снижение налоговой нагрузки и другие меры по улучшению инвестиционного климата решат проблемы развития, пока далеки от осуществления. Физический объем накопления основного капитала упал по сравнению с 1990 г. на 63%, тогда как в Польше этот показатель уже в 2002 г. удвоился, в Венгрии — вырос на 60%. Коэффициент обновления фондов все еще не выходит за рамки 2% в год, едва покрывая их выбытие. Прирост физического объема основных фондов все сильнее отстает от роста производства: так, за 1999–2003 гг. основные фонды увеличились лишь на 3%, тогда как производство — на 38%. В промышленности степень износа основных фондов превышает 50%. В 2003 г. ситуация резко «улучшилась» на транспорте, где отчетная степень износа

снизилась с 58% на начало года до 21% на его конец. Однако этот «успех» на самом деле носит чисто статистический характер: при передаче фондов от МПС на баланс ОАО «РЖД» их износ, в соответствие с правилами бухгалтерского учета, начал исчисляться заново (т.е. все железнодорожное хозяйство с момента передачи стало формально считаться новым). Все это говорит о том, что мы последние 15 лет «проедали» накопленный прежде капитал. Разумеется, если неиспользуемый с начала 1990-х годов основной капитал просто исключить из рассмотрения, то примерно с 1996 г. идет определенный рост новых мощностей, хотя масштабы его не надо переоценивать.

Остается низкой стоимость фондов по отношению к ВВП: на начало 2004 г. остаточная стоимость фондов (с учетом истинного износа на железнодорожном транспорте) составляла 88% ВВП, что существенно уступает не только развитым странам (где стоимость фондов, по оценкам Института открытой экономики, как правило, в 3–4,5 раза превышает ВВП), но и многим переходным экономикам (например, в Чехии такое соотношение близко к 3). Норма накопления страны даже в 2004 г. выросла не слишком значительно и остается в пределах 21–22% ВВП. Еще меньше (не более 19% ВВП) уровень накопления основного капитала. При среднемировых показателях нормы накопления в 24–25% в странах, которые показывали высокие темпы роста, этот показатель обычно повышается до 28–30%. В Китае — чемпионе развития за последние два десятилетия — накопление основного капитала составляет 38% ВВП — ровно вдвое больше, чем в нашей стране. Инвестиции в России в последнее время опережали рост ВВП, но шли от очень низкого уровня 1998 г. И уступали среднему по СНГ росту инвестиций.

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. Продукция машиностроения росла достаточно быстро, но предыдущий спад был настолько глубок, что высокие проценты не должны никого обманывать. Вызывает сомнения и конкурентоспособность машиностроения, учитывая темпы роста импорта инвестиционных товаров (который, по оценкам Центра макроэкономического анализа

и конъюнктуры, за последние два года увеличился в долларовом выражении на 70%).

Таблица 4.16 показывает, что Россия имеет показатели накопления, сопоставимые с некоторыми развитыми странами (имеющими большие запасы основного капитала и невысокие показатели роста), и существенно отстает от стран с переходной экономикой и многих развитых стран.

Таблица 4.16

Показатели накопления основного капитала по странам в переходных экономиках и развитых странах

	Валовое накопление 2003 г. (% ВВП)	**Общий прирост накопления (2002 г. по сравнению с 1995 г.)**
Россия	18,2*	–4,3
Белоруссия	23,6	33
Болгария	19,6	—
Венгрия	22,3	67
Вьетнам	33,0	—
Казахстан	23,7	18
Китай	37,8**	—
Латвия	24,2	217
Литва	20,8	84
Польша	18,3	57
Румыния	22,5	20
Словакия	25,7	39
Украина	19,9	0
Чехия	26,6	17
Австралия	24,8	44
Великобритания	16,1	36
Германия	17,7	–2
США	18,4	41
Франция	19,2	26
Япония	23,9	–1

* В 2004 г. 19,7% (с учетом роста инвестиций в 2003–2004 гг.)

** Данные за 2001 г.

Источник: Данные Росстата.

Сколько инвестиций нам нужно?

Экономическая теория говорит, что источниками роста служат либо расширение использования факторов производства: труда и капитала, либо повышение их эффективности в результате технического прогресса. Этот общий закон имеет важную специфику применительно к нашей экономике. Во-первых, мы подошли к рубежу, когда увеличение использования капитала возможно только за счет инвестиций. Если до недавнего времени рост производства был возможен за счет увеличения загрузки мощностей (так, по опросам ИЭПП, в 1997–1998 гг. она оценивалась в 48%), то сейчас избыток производственных мощностей снизился (до 11% в 2004 г.). С учетом невозможности достижения в условиях рыночной экономики стопроцентной загрузки это означает, что дальнейший экономический рост определяется динамикой инвестиций и в среднесрочном плане трудно представить серьезную модернизацию при низкой норме накопления.

С другой стороны, повышение эффективности факторов производства само происходит главным образом за счет ввода в действие новых, более совершенных технологий. Вторая особенность нынешней ситуации в России состоит в огромном сложившемся разрыве между эффективностью используемых у нас и передовых технологий. Это означает, что обеспечить конкурентоспособность мы можем единственным способом — провести широкомасштабную замену большей части нынешнего производственного аппарата на новый, отвечающий современным стандартам, т.е. провести модернизацию производства. Обязательность и неуклонность этого требования становится очевидной, если мы рассмотрим, например, показатели энергоемкости нашей экономики. По этому показателю мы отстаем от развитых стран в 3–3,5 раза. Частично это связано с преобладанием в структуре производства энергоемких отраслей (металлургии, химической промышленности), но даже если устранить эффект различий в отраслевой структуре, разрыв остается огромным (2,5–3 раза). Очевидно, что с такой энергоемкостью не может быть и речи о конкурентоспособности нашей промышленности. Вместе с тем, здесь находится не только императив, но и стимул для модернизации: даже простое заимствование технологий уже будет приводить к резкому повышению производительности экономики. Здесь будет срабатывать

известная и подтверждаемая экспериментально закономерность: при прочих равных отстающие растут быстрее (догонять легче).

Таблица 4.17

Износ основных фондов по отраслям экономики (на начало года, в %)

	1995	2001	2002	2003	2004
Все основные фонды	**38,6**	**45,8**	**47,9**	**49,5**	**43,8**
Промышленность	43,2	49,9	51,8	52,0	51,4
Электроэнергетика	42,1	50,5	55,5	57,0	57,8
Топливная	44,9	48,8	51,7	51,3	50,7
Нефтедобывающая	46,9	51,0	53,9	53,7	53,1
Нефтеперерабатывающая	62,2	54,3	50,4	45,5	43,1
Газовая	35,7	21,8	23,2	27,0	28,2
Угольная	36,9	43,6	43,9	45,9	44,8
Черная металлургия	41,3	53,4	52,7	50,0	49,3
Цветная металлургия	40,8	42,3	44,4	43,9	43,1
Химическая и нефтехимическая	50,6	58,4	56,7	55,8	53,7
Машиностроение и металлообработка	41,5	53,2	53,1	53,3	52,5
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	45,4	48,3	45,2	44,8	43,1
Промышленность строительных материалов	41,4	52,2	51,7	50,8	47,2
Легкая	39,8	51,9	49,6	47,5	48,2
Пищевая	40,0	37,9	36,2	35,5	33,5
Сельское хозяйство	35,6	48,7	48,6	47,7	46,5
Строительство	33,6	39,2	39,6	39,1	37,2
Транспорт и связь	39,0	50,1	52,5	55,8	24,3*
Торговля и общественное питание	35,3	53,7	55,1	55,5	55,6
Жилищное хозяйство	19,5	19,9	19,6	19,6	21,9
Коммунальное хозяйство	37,0	35,1	37,9	40,1	41,4
Здравоохранение, физическая культура и социальное обеспечение	28,0	26,4	26,9	26,7	29,0
Образование	12,1	28,9	30,4	32,0	33,5
Культура и искусство	38,4	40,6	37,5	34,8	33,7
Наука и научное обслуживание	42,1	46,2	45,6	45,6	44,7

* Снижение износа — за счет «обнуления» износа на железнодорожном транспорте (см. выше)

Источник: Данные Росстата.

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. Инвестиционный бум 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. В целом рост инвестиций шел неровно по годам и отраслям.

Таблица 4.18

Структура инвестиций в основной капитал по отраслям (в %)

	1999	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**[1]
Группа 1					
Инфраструктурные отрасли	*26,2*	*27,4*	*27,2*	*24,8*	*28,6*
Электроэнергетика	4,5	3,7	3,6	4,2	5,2
Транспорт	18,5	21,1	20,7	17,2	18
Связь	3,2	2,6	2,9	3,4	5,4
Группа 2					
Конкурирующие с импортом	*9,8*	*6,7*	*6,3*	*7,1*	*7,1*
Машиностроение и металлообработка	3,6	2,9	2,9	3,1	3,3
Легкая	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Пищевая	5,9	3,6	3,2	3,8	3,6
Группа 3					
ЖКХ, строительство, торговля	*27,6*	*25,4*	*24,0*	*27,7*	*21,0*
Жилищное хозяйство	14,0	11,6	11,1	13,7	8,1
Коммунальное хозяйство	6,7	6,4	5,4	5,0	6,2
Промышленность строительных материалов	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Строительство	3,9	3,9	3,8	4,6	3,2
Торговля и общественное питание	2,4	2,8	3	3,7	2,8

Продолжение табл. 4.18

	1999	2000	2001	2002	2003[1]
Группа 4					
Нефть и газ	*13,0*	*17,7*	*18,3*	*15,8*	*19,7*
Нефтедобывающая	8,8	11,6	12,7	10,6	13,3
Нефтеперерабатывающая	0,8	1,8	1,7	1,5	1,5
Газовая	3,4	4,3	3,9	3,7	4,9
Группа 5					
Конкурирующий экспорт	*6,0*	*6,4*	*6,9*	*5,9*	*6,7*
Черная металлургия	2,0	2,0	2,1	1,6	1,9
Цветная металлургия	2,4	2,8	3	2,7	3
Химическая и нефтехимическая	1,6	1,6	1,8	1,6	1,8
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	1,6	1,5	1,1	1,4	1,4

[1] Без малых предприятий.

Источник: Рассчитано по данным Росстата.

Таблица 4.19

Темпы роста инвестиций в основной капитал по отраслям (в %)

	2000	2001	2002	2003[1]	Всего за 2000–2003	Доля в общем росте инвестиций за период (%)
	1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**
Группа 1:						
Инфраструктурные отрасли	*22,5*	*7,8*	*–3,2*	*15,4*	*47,5*	*20,7*
Электроэнергетика	–4,9	11,1	16,1	19,6	46,7	3,6
Транспорт	30,5	4,6	–13,2	3,4	22,5	10,0
Связь	–3	26,1	23,6	51,3	128,7	7,0
Группа 2:						
Конкурирующие с импортом	*–18,4*	*7,5*	*18,4*	*15,2*	*19,7*	*2,7*
Машиностроение и металлообработка	–5,7	13,5	12,4	18,8	42,9	2,6
Легкая	–30,1	9,9	7,8	20,7	0,0	0,0
Пищевая	–27,9	2,0	23,8	11,5	1,5	0,1

Продолжение табл. 4.19

	1	2	3	4	5	6
Группа 3:						
ЖКХ, строительство, торговля	*10,6*	*3,8*	*20,7*	*8,9*	*50,8*	*26,3*
Жилищное хозяйство	2,8	3	28,5	7,8	46,7	11,4
Коммунальное хозяйство	11,2	–2,9	–4,3	3,4	6,8	0,9
Промышленность строительных материалов	23,5	16,5	16,6	–1,2	65,7	1,0
Строительство	13,3	11,2	17,9	7,1	59,1	4,9
Торговля и общественное питание	34,9	6,4	29,5	28,5	138,9	8,2
Группа 4:						
Нефть и газ	*49,3*	*19,2*	*–12,2*	*20,7*	*88,6*	*34,7*
Нефтедобывающая	51,1	23,6	–15,6	19,2	87,9	21,5
Нефтеперерабатывающая	140,0	15,6	–9,4	–1,9	146,6	5,6
Газовая	44,4	5	–2,5	24,8	84,5	7,6
Группа 5:						
Конкурирующий экспорт	*21,6*	*21,0*	*–9,0*	*10,3*	*47,5*	*6,4*
Черная металлургия	15,7	18,4	–13,8	15,6	36,5	1,5
Цветная металлургия	29,9	25,9	–6,7	5,5	61,0	3,6
Химическая и нефтехимическая	14,3	15,7	–8,1	12,6	36,8	1,2
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	8,8	–17,5	30,4	24,8	46,1	1,5

[1] Без малых предприятий

Источник: Рассчитано по данным Росстата.

Таблица 4.19 показывает, что энергичный инвестиционный рост последних лет имел три «локомотива»: транспорт и связь (которые обеспечили 17% всего прироста инвестиций), жилье (около 11%) и нефтедобыча (22%). Эти три отрасли дали половину общего прироста за период. Понятно, что в такой стране, как Россия, все эти три отрасли представляют естественные сферы вложений. Однако проблема опять появляется, если речь идет о задаче модернизации экономики, поскольку очевиден низкий уровень инвестиций в отрасли, которые должны бороться за свою международную конкурентоспособность. Несмотря на высокую

динамику отдельных лет остаются недостаточными объемы (и вклад в прирост инвестиционного спроса) инвестиций в машиностроение, легкую и пищевую промышленности.

Экспортный сырьевой сектор, естественно, легко приобретает доступ к мировым финансовым рынкам, создает систему сбытовых компаний, финансовых компаний, которые с базой внутри и вне страны (легче в оффшорах) в состоянии обслуживать свободные средства для реинвестирования их в рамках мировых процессов перелива капитала. Потребность в национальных финансовых рынках для этого сектора достаточно ограничена. В этом заключается одна из постоянных коллизий с обсуждением темы иностранных инвестиций в России. Российские нефтяные компании в основном (за исключением новых полярных проектов) в состоянии финансировать свое развитие. Это обрабатывающая промышленность более всего нуждается во внешних вливаниях средств, а не страна в целом. Россия экспортирует порядка двух-трех миллиардов в год прямого капитала — первое место среди развивающихся рынков Восточной Европы, но одно из последних в притоке прямых инвестиций (общий приток в регион — порядка 30 млрд долл.)[1]. Россия остается ведущим экспортером Восточной Европы в области прямого (легального) капитала, заимствуя преимущественно портфельный капитал. Прямые иностранные инвестиции в Россию остаются низкими, сосредоточены в основном в районе Москвы в пищевой промышленности и торговле. В сфере нефтяной промышленности иностранные вложения наблюдаются в основном на острове Сахалин по соглашениям о разделе продукции середины 90-х годов, поскольку позднейшее законодательство эффективно препятствовало развитию СРП. В условиях высоких цен на нефть российские нефтяные компании располагают громадными ресурсами для своего развития.

На отрасли инфраструктурного характера в 2003 г. пришлось уже почти 30% всех капиталовложений. Однако и здесь нет поводов для оптимизма: изношенные коммуникации, нехватка дорог, недостаточная надежность энергопоставок и т.п. оставляют огромные потребности в обновлении для наращивания инвестиций.

Одним из неожиданных результатов подъема стал контраст между быстрым развитием жилищного строительства и топ-

[1] См:. Доклад о мировых инвестициях / ЮНКТАД, ООН. Женева, 2003. С. 60–63.

танием на месте вложений в коммунальное хозяйство. Можно предположить, что ограниченный доступ к земле, монополизация доступа к строительству, отсутствие проработанных правовых и финансовых механизмов расширения строительства массового жилья привели не к только к буму строительства, но и к буму цен на недвижимость.

Объем и структура будущих инвестиций будут определяться в первую очередь общей моделью развития экономики. С некоторой условностью можно выделить три основных пути развития экономики.

Закрепление нынешней структуры экономики, с выраженным преобладанием сырьевого сектора. В последние годы, с одной стороны, рост в сырьевых отраслях намного превышал средние темпы, а доходы от сырьевого экспорта служили локомотивом для других быстро растущих отраслей (машиностроения, строительства, торговли). С другой стороны, удельный вес ориентированных на экспорт сырьевых секторов сокращался вследствие укрепления рубля (вызванного высокими мировыми ценами самих сырьевых товаров). В целом, сырьевое развитие — реальная тенденция сегодняшнего дня, это то, куда нас ведет инерция развития (в особенности при столь высоких ценах на нефть, газ и металлы). Преодолеть эту тенденцию возможно, только при условии резкой активизации процесса структурных реформ и усилий по укреплению общественных институтов.

Построение на базе сырьевых секторов кластеров, включающих спектр связанных производств с различной долей добавленной стоимости. Некоторые лидеры сегодняшней мировой экономики (Канада, Австралия, Финляндия) шли именно по такому пути. Так, базируясь на лесной промышленности, Финляндия стала мировым лидером в производстве бумаги высшего качества, производстве оборудования для лесной и бумажной промышленности и других связанных подотраслях. В итоге страна уже несколько лет удерживает первое место в рейтинге наиболее конкурентоспособных стран мира. В нашей стране такие кластеры, вероятно, могли бы образоваться на основе черной и цветной металлургии, химической и нефтехимической промышленности, лесной и деревообрабатывающей промышленности.

Преимущественное развитие современных наукоемких производств. Успехи на таком пути продемонстрировали в последнее время, например, Ирландия, Индия.

Первый сценарий требует максимального объема инвестиций, поскольку все сырьевые отрасли характеризуются большой капиталоемкостью. Инвестиции здесь будут направляться преимущественно в добывающую промышленность, в транспортировку нефти и газа, в модернизацию нефтепереработки, в металлургические и химические производства**.** Объем требуемых инвестиций можно грубо оценить, исходя из необходимости обеспечить доведение за 10 лет инвестиций в основной капитал с нынешних 18% ВВП до уровня порядка 28% ВВП. Решение задач модернизации экономики, по нашим оценкам, потребует накопления основного капитала за предстоящие 10 лет в объеме порядка двух миллиардов долларов. Если учесть, что в 2004 г. накопление составило примерно 100 млрд долл., нам необходимо практически удвоить объем инвестиций в долларовом выражении. Физический объем инвестиций за десятилетие при этом должен более чем удвоиться по сравнению с последними десятью годами. Приведенные оценки примерно соответствуют ориентирам, намеченным в последней среднесрочной программе правительства. В наиболее привлекательном — инновационно-активном сценарии там намечается повышение накопления основного капитала до 22% к 2008 г. и до 27–28% ВВП к 2015 г. Отметим, что механизмы такого роста нормы накопления в программе не вполне ясны.

Во втором варианте требования к масштабу инвестиций снижаются, а к их «качеству» возрастают, поскольку необходимо развитие отраслей более высокого уровня, где резко возрастает роль инновационного развития.

Наконец, третий вариант требует минимальных по объему инвестиций, и принципиально иного их характера: здесь необходимы инвестиции не столько в оборудование, сколько в человеческий капитал. Решающее значение при данном пути развития имеет обеспечение высокого качества образования, развитие научных исследований, и укрепление общественных институтов. Итогом должны стать существенные сдвиги в структуре инвестиций. Так, целевой вариант среднесрочной программы правительства предусматривает увеличение вдвое за предстоящие 10 лет (с 8,7%

в настоящее время до 17% в 2015 г.) доли инвестиций в информационный сектор.

Кроме рассмотренных, есть инвестиции, которые должны осуществляться в любом случае. Это инвестиции в общую инфраструктуру: дороги (транспортные коридоры), порты, ЖКХ. Все более актуальной становится задача восстановления инвестиций в разведку недр. Министерство природных ресурсов дает оценку, что для воспроизводства минерально-сырьевой базы в ближайшие 20 лет потребуется порядка 2,5 трлн рублей.

Можно выделить три типа проектов, которые в России пока не нашли себе широких возможностей реализации даже в условиях длительного подъема. Первый тип — это инновации, где очень высокий риск каждой отдельной инвестиции и необходимы длинные пассивы. Правда, здесь в последнее время наметились положительные сдвиги: постепенно растет доля предприятий, занимающихся инновационной деятельностью: она увеличилась с 32% в I полугодии 2003 г. до 48% в I полугодии 2004 г. Тем не менее, настоящий инновационный рост пока еще далеко впереди. Можно говорить о необходимости реформы инновационной системы, но пока не решена эта проблема, инвестиции туда не идут, откуда новые (хорошо известные) мотивы о создании технопарков. Отметим, что в этой сфере остаются серьезные нерешенные проблемы прав собственности.

Второе направление — это долгосрочные проекты, связанные с обновлением инфраструктуры. Сюда относятся как потенциально выгодные коммерческие проекты (развитие трубопроводной системы, строительство транспортных терминалов), так и проекты в общественной сфере. Остается проблемой, кто (кроме государства) будет в ближайшие годы обновлять изношенные сети дорог, мостов, городских теплосетей — заведомо низкорентабельные проекты с длительными сроками окупаемости. Огромная потребность в обновлении изношенных «советских» физических активов — это в конечном итоге проблема государственной политики, переложенная во многом на местные органы власти, что один из авторов констатировал пять лет назад в начале подъема: «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)». Можно утверждать, ситуация не сильно изменилась за эти пять лет так же, как за последние пятнадцать лет не было начато практически никаких инфраструктурных проектов национального значения.

И третий тип проектов, которые не реализуются в достаточной степени, это собственно новые предприятия в обрабатывающей промышленности. Проекты, если они сегодня в разработке, уже не будут введены ранее 2007 г. В обрабатывающей промышленности можно найти облагораживание полуфабрикатов с целью увеличить цену товаров без перехода к серьезным изменениям самого уровня обработки. Осуществляется очень мало проектов в обрабатывающей промышленности, которые выходили бы по длительности проектирования, строительства и окупаемости за пределы двух-трех лет. Отрасли, подверженные интенсивной иностранной конкуренции и зависящие от реального курса рубля, испытывали существенные затруднения. В результате за время подъема Россия не вывела на мировой рынок новых товаров с высокой добавленной стоимостью. Третий тип проектов рано или поздно начнет реализовываться, но он начнет делаться с лагом в три-четыре года от того момента, когда появляются нормальные пятилетние корпоративные облигации.

Первый и второй тип проектов трудно реализовывать без специальных мер экономической политики. Особняком нужно рассматривать крупные энергетические проекты, причем различно по отраслям. В нефтегазовых отраслях нет проблемы финансирования средних и небольших проектов. Наиболее крупные («полярные») проекты в России во многом зависят от надежности перспектив спроса (с некоторым интервалом ожидаемой цены). Риск сделать крупные вложения и взять на себя коммерческий риск для российских компаний будет затруднителен. Соответственно создать систему с участием иностранного бизнеса, применить формулы СРП возможно, но предполагает тщательный учет интересов. Российские финансовые рынки такие проекты пока профинансировать еще не могут. Ситуация в электроэнергетике еще очень неустойчива в двух основных пунктах: во-первых, не определена до конца схема проводимой реформы; во-вторых, есть опасения, что влияние возможного (даже на региональном уров-

не) избытка энергии на цены создаст проблемы для окупаемости капиталовложений. В целом здесь лежат серьезнейшие проблемы развития экономики России, именно тут находятся неиспользованные возможности огромных национальных сбережений, которые не могут найти эффективного применения.

Источники инвестиций

Следующий вопрос — источники и форма инвестиций. Традиционно первый вопрос, который рассматривается здесь — возможность экономики финансировать необходимые размеры инвестиций за счет собственных ресурсов. Как известно, здесь Россия не испытывает проблем ни со сбережениями, ни с платежным балансом. Уровень национальных сбережений остается одним из наиболее высоких в мире: валовые внутренние сбережения в 2000–2004 гг. лежали в диапазоне 31–39% ВВП. Положительное сальдо по текущим операциям в 2004 г. оценивается в 10% ВВП, что свидетельствует о высоком потенциале роста инвестиций внутри страны. Тем не менее, для того чтобы реализовать этот потенциал, нам необходимо резко повысить инвестиционную привлекательность России. Доклад Всемирного банка[1], посвященный анализу инвестиционного климата в мире, еще раз показал, насколько серьезные проблемы нам необходимо для этого решить.

Сравнение различных характеристик бизнес-среды показывает, что наша страна сопоставима с другими странами той же «весовой категории» по составляющим инвестиционного климата, которые прямо зависят от правительства и Думы: макроэкономике и законодательной базе (хотя и здесь многое нуждается в совершенствовании). Однако во всем, что касается деятельности государственного аппарата в широком смысле (местной администрации, судов, контролирующих и правоохранительных органов) мы безнадежно проигрываем конкурентам. Россия отличается слабой защитой прав собственности, высокой степенью административного произвола и непредсказуемостью регулирования, сложностью преодоления бюрократических барьеров, высокой коррупцией. Приведенные оценки подтверждаются и данными Всемирного экономического форума, согласно которым Россия

[1] A Better Investment Climate for Everybody // World Development Report / Wash., D.C.: the World Bank, 2005.

далеко отстает по качеству общественных институтов не только от большинства стран категории «развивающиеся рынки», с которыми мы конкурируем за инвестиции, но даже от многих развивающихся стран.

Слабые общественные институты не только ставят под вопрос возможность наращивания объема инвестиций, но и препятствуют выходу на желаемый сценарий «высокотехнологического развития». Если добывающая промышленность способна существовать в достаточно примитивной среде (например, в неблагоприятных условиях, существующих в Нигерии или Венесуэле), то высокие технологии требуют гораздо более совершенной среды, где обеспечивается высокий уровень образования, соблюдаются права интеллектуальной собственности и т.д. Среди первой трети стран, лидирующих, согласно оценкам Всемирного экономического форума по технологическому развитию, нет ни одной с качеством общественных институтов ниже среднего уровня.

Высокая норма сбережения не означает, что мы не заинтересованы в иностранных инвестициях. Однако отношение к ним должно быть дифференцированным. Международный опыт свидетельствует, что позитивный эффект на экономический рост оказывают прежде всего прямые иностранные инвестиции. Вместе с ними приходят передовые технологии, современные методы организации производства, высокие стандарты корпоративного управления. Меньший положительный эффект можно ожидать от иностранных кредитов. В последние годы они быстро росли, что отражало уникальное сочетание двух факторов, делавших внешние заимствования чрезвычайно выгодными: низких процентных ставок на международных рынках и быстрого укрепления рубля. В будущем, когда указанные факторы перестанут действовать, привлекательность иностранных кредитов снизится. Кроме того, продолжение накопления внешнего долга с той скоростью, как это было в последние три года, могло бы сделать внешний долг частного сектора чрезмерно высоким, создав новый источник макроэкономических рисков. Наконец, портфельные инвестиции в настоящее время носят чисто спекулятивный характер и при нынешних высоких ценах на товары российского экспорта их приток скорее создает проблемы для проведения монетарной политики, чем способствует активизации инвестиций.

Таблица 4.20

Чистый приток прямых иностранных инвестиций по странам категории «развивающиеся рынки» по данным платежного баланса за 2002 год

	Всего – млрд долл.	Долл, на душу населения	% ВВП
Россия	3,0	21	0,9
Аргентина	0,8	22	0,8
Белоруссия	0,2	20	1,4
Болгария	0,6	76	3,8
Бразилия	16,6	95	3,6
Венгрия	0,9	88	1,4
Вьетнам	1,4	17	4,0
Казахстан	2,6	174	10,6
Китай	49,3	39	3,9
Латвия	0,4	171	4,8
Литва	0,7	202	5,0
Малайзия	3,2	132	3,4
Мексика	14,6	145	2,3
Польша	4,1	108	2,1
Румыния	1,1	49	2,4
Словакия	4,0	744	16,5
Таиланд	0,9	15	0,7
Турция	1,0	14	0,5
Украина	0,7	14	1,7
Чехия	9,3	912	13,4
ЮАР	0,7	15	0,7
В среднем	***5,5***	**146**	**4,0**

Понятно, что прямые иностранные инвестиции в наибольшей степени чувствительны к качеству бизнес-климата. И приток именно такого иностранного капитала в Россию пока остается очень низким. Данные таблицы 4.20 свидетельствуют, что по уровню прямых иностранных инвестиций мы уступаем большинству «развивающихся рынков». Прямые иностранные инвестиции в Россию в семь раз меньше, чем в среднем в страны

данной категории, если сопоставлять показатели в долларах на душу населения, и в 3,5 раза меньше при сопоставлении в процентах ВВП. Даже если отбросить выделяющиеся исключительно большими прямыми инвестициями Чехию и Словакию, разрыв между Россией и средними показателями других стран остается очень значительным.

Острым остается вопрос о том, кто возьмет на себя лидерство в проведении модернизации. Выбор субъектов модернизации невелик:

- государство в рамках активной промышленной политики;
- крупные компании — многоотраслевые холдинги, которые ведут глобальное размещение активов, что полностью соответствует рациональной корпоративной логике;
- свободный массовый предприниматель, на которого надеется существующая официальная экономическая доктрина.

Представляются упрощенными крайние представления — как о том, что «частный сектор всегда эффективнее», так и о том, что необходимо передать государству основную инициативу в наращивании инвестиций. Во многих случаях (развитие инфраструктуры, исследования и разработки) государство является естественным инвестором, причем установлено, что инвестиции такого рода оказывают большое положительное влияние на общий рост экономики. Для стран ЕС характерен уровень государственных инвестиций примерно 3–4% ВВП. Из этого объема около 1% ВВП используется для проведения региональной политики, что уже сказывается в Прибалтике и других новых членах ЕС. В США Конгресс только что одобрил (почти единогласно) федеральные ассигнования в 284 млрд долл. на четыре года на дороги и другие инфраструктурные проекты. Следует также учитывать, что в условиях переходного периода частный бизнес сохраняет очень короткий горизонт планирования. Соответственно ограничены и объем, и сфера инвестиций и экономический рост: инвестиции не идут в выгодные, но долго окупаемые проекты, даже если те имеют большой положительный экстернальный эффект (как крупные научно-технические проекты).

В последней среднесрочной программе правительства предпочтение отдается проведению активной инвестиционной политики. В рамках такой политики предполагается увеличить

государственные инвестиции до 5% ВВП к 2015 г. (по сравнению с нынешними 2,8% ВВП). С другой стороны, как международный, так и отечественный опыт дает множество свидетельств весьма неэффективного использования государством общественных ресурсов при проведении инвестиций. Примером может служить проект строительства скоростной железной дороги между Москвой и Петербургом. Решение этой проблемы, которое сейчас предлагает правительство — развитие государственно-частного партнерства (ГЧП). Данный подход получил в последнее время развитие (особенно в сфере развития транспортной, энергетической, коммуникационной инфраструктуры) во многих странах. Участие государства при этом обеспечивает отбор социально значимых проектов и снижение рисков регулирования (таких как непредсказуемость регулируемых цен в инфраструктурных отраслях), а участие бизнеса обеспечивает экономическую эффективность проектов как на стадии их разработки, так и на стадии реализации.

Вместе с тем, на наш взгляд, ГЧП само по себе не способно снять основные проблемы неэффективности государства как инвестора. Прежде всего, требуется восстановить отношения доверия и равноправного сотрудничества между бизнесом и властью. В перспективе же необходим прогресс в повышении качества общественных институтов: снижение коррупции, повышение квалификации и мотивированности государственных чиновников, увеличение прозрачности деятельности административных органов. Без решения этих фундаментальных проблем нельзя рассчитывать на то, что государственные инвестиции будут ускорять развитие. С другой стороны, невозможно откладывать назревшую проблему модернизации инфраструктуры до того (в любом случае достаточно отдаленного) момента, когда коррупция будет полностью побеждена. Выход видится в параллельном наращивании госинвестиций и проведении серьезных и всесторонних усилий по снижению коррупции в этой сфере. Это требует публичного проведения открытых тендеров на реализацию проектов, создания механизмов общественного контроля за использованием средств и результатами инвестиционной деятельности. Публичный контроль строительства — более реалистичный способ борьбы с коррупцией, чем ожидание идеального рынка или идеальной администрации.

Серьезным кандидатом на роль лидера инвестиционного процесса выглядят финансово-промышленные группы. Широкое распространение таких групп приводит к замене перераспределения финансовых ресурсов через посреднический сектор их распределением внутри бизнес-групп. На важность такого механизма в России свидетельствует тот факт, что в настоящее время 21,5% инвестиций в основной капитал финансируется за счет средств других нефинансовых организаций. В 2003 г. 9,2% инвестиционных ресурсов составили займы у других (небанковских) организаций и еще 12,5% — «средства вышестоящих организаций». С большой долей уверенности можно предположить, что в обоих случаях речь идет о финансовых потоках внутри ФПГ. В результате роль финансирования инвестиций за счет аффилированных организаций оказывается выше, чем за счет собственной прибыли (на долю которой пришлось в 2003 г. 18,0%). Это показывает, что на самом деле удельный вес внешнего финансирования инвестиций значительно меньше, чем формальные показатели, рассчитываемые Госкомстатом.

Последствия распределения финансов внутри ФПГ по сравнению с рыночным посредничеством неоднозначны. С одной стороны, очевидны минусы такого механизма: он непрозрачен, ограничивает оценку инвестиционных решений пределами бизнес-групп, консервируя структуру экономики. Вместе с тем, «внутреннее» финансирование имеет некоторые преимущества: инвестор здесь располагает более полными и достоверными данными о состоянии предприятия, что снимает одну из наиболее болезненных проблем — вопрос о несимметричности информации. Кроме того, в рамках ФПГ радикально снижаются риски неисполнения заемщиком обязательств. В принципе это может повысить доступность кредитов для части предприятий, имеющих потенциально перспективные инвестиционные проекты. Однако в недавнем исследовании[1] такая гипотеза была отвергнута на основе эмпирического анализа данных по примерно 1400 предприятиям (включая 750 предприятий машиностроения, 400 — черной и цветной металлургии и 250 — нефтегазового комплекса). Было показано, что на предприятиях из этой выборки, входящих в со-

[1] *Черкашин И.В.* Российские предприятия и бизнес-группы: эмпирическое исследование // Теория и практика институциональных преобразований в российской экономике. М., ЦЭМИ РАН, 2003.

став ФПГ, инвестиции в такой же мере, как у остальных зависят от величины текущих денежных потоков. Это явно свидетельствует о том, что вхождение в ФПГ не облегчает доступ к кредитным ресурсам.

Источники финансирования капиталовложений в России указывают на «архаичность» всей системы финансирования. По-прежнему преобладает самофинансирование, что сокращает возможности развития через привлечение ресурсов с помощью финансовых рынков. Таблица 4.21 показывает, что доля финансовых рынков (в основном банков) в финансировании вложений в промышленности в 2003 г. — четвертом году подъема — оставалась на скромном уровне в 6,3%. В электроэнергетике этот источник был совершенно ничтожным — 3,3%, но в топливной индустрии — еще ниже. В последнем случае это указывает не только на самофинансирование, но и прямые инвестиции (СРП) и другие специфичные источники средств. Сложившаяся система финансирования инвестиций является, безусловно, переходной. Экономика России стоит перед изменениями в этой области, которые будут приближать национальную модель к более стандартным подходам. Но это потребует больших изменений в области рынков корпоративных облигаций и банковской реформы.

Таблица 4.21

Структура финансирования инвестиций в основной капитал в российской экономике (в %)

Средства	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Собственные	53,2	52,4	47,5	50,3	45,0	45,2	46,8
Из бюджета и внебюджетных фондов	29,8	25,6	26,8	22,4	22,3	19,6	17,4
Привлеченные через финансовую систему	5,2	4,9	3,4	3,6	6,3	6,9	7,6
Кредиты банков	4,8	4,2	2,9	3,5	5,9	6,4	7,3
В том числе кредиты иностранных банков			0,6	0,6	0,9	1,2	1,3
Средства от выпуска корпоративных облигаций					0,1	0,2	0,1
Средства от эмиссии акций	0,4	0,7	0,5	0,1	0,3	0,3	0,2
Прочие	11,8	17,1	22,3	23,7	26,4	28,3	28,2

Источник: Данные Росстата.

Вывод из рассмотрения табл. 4.21 очевиден: роль финансирования через финансовую систему несколько повысилась по сравнению с 2000–2001 гг., но всего лишь вернулась к уровню 1998 г. Это указывает на то, что общий рост финансовых рынков в годы подъема после краха 1998 г. не привел к качественному изменению во взаимоотношениях реального (нефинансового) сектора российской экономики и финансовых посредников.

Роль финансового сектора в качестве возможного препятствия для развития экономики можно выявить по данным опросов предприятий. Результаты конъюнктурных опросов, проведенных «Российским экономическим барометром» показывают, что нехватка финансовых ресурсов остается главным ограничением для инвестиционной активности предприятий. Несмотря на то, что значение данного фактора также постепенно ослабляется, оно остается очень высоким: в 2004 г. в среднем 78% предприятий считали недостаточность финансовых ресурсов ограничением капиталовложений (по сравнению с 80% в 2003 г. и 84% в 2002 г.). Следует также обратить внимание на то, что параллельно растет доля фирм, указывающих на высокий банковский процент как на сдерживающий фактор инвестиций: в 2004 г. эта доля составила 30% — повысившись по сравнению с предыдущими годами. Важно также отметить, что, по мнению предприятий, они не испытывают недостатка в рентабельных проектах, однако роль данного фактора также растет. В 2004 г. данную причину считали ограничением капиталовложений 14% опрошенных предприятий (по сравнению с 8% и 5% в 2003 г. и 2002 г. соответственно). Это свидетельствует о том, что ограничения на инвестиционную активность начинают приобретать более экономический характер: на смену рационированию кредитов приходит зависимость капиталовложений от соотношения стоимости заемных средств и рентабельности инвестиционных проектов.

Таким образом, полученные данные свидетельствуют, с одной стороны, о некотором прогрессе в снятии финансовых ограничений на развитие экономики, а, с другой стороны, что слабость финансовой системы остается, наряду с несовершенными государственными институтами, практически главным тормозом для роста инвестиций и производства.

Один из наиболее острых вопросов сегодняшней экономической политики — определение пределов использования для

Таблица 4.22

Источники финансирования инвестиций в основной капитал по отраслям в 2003 г.

Средства	Собственные	Из бюджета и внебюджетных фондов	Привлеченные через финансовую систему	В том числе			Прочие
				Кредиты банков	Из них кредиты иностранных банков	Средства от эмиссии акций	
Промышленность	62,4	1,4	6,3	5,9	1,1	0,4	29,9
Электроэнергетика	66,8	3,9	3,3	3,3	2,1	0,0	26,0
Топливная промышленность	51,3	0,2	2,8	2,7	1,0	0,1	45,7
Металлургия	84,7	1,3	8,5	8,3	1,4	0,2	5,5
Машиностроение	78,4	4,4	7,7	5,1	0,4	2,6	9,5
Производство строительных материалов	65,7	3,0	9,5	9,4	0,0	0,1	21,8
Пищевая промышленность	70,7	0,6	13,0	12,2	0,5	0,8	15,7
Сельское хозяйство	67,4	8,5	12,9	12,8	0,1	0,1	11,2
Строительство	9,6	46,6	3,2	3,1	0,9	0,1	40,6
Транспорт и связь	54,2	7,4	8,3	8,2	0,1	0,1	30,1
ЖКХ	45,7	43,0	9,1	9,1	0,6	0,0	2,2

Источник: Данные Госкомстата.

модернизации экономики огромных конъюнктурных доходов, образующихся благодаря высоким мировым ценам на нефть и другие сырьевые товары. Уже за первый год работы Стабилизационного фонда в нем накопилось более 500 млрд рублей — суммы, которая должна обеспечивать страховку бюджета на случай падения мировых цен. Использование получаемых после этого нефтяных доходов позволяет облегчить налоговую нагрузку (например, снизив ставку НДС до 13%), либо увеличить государственные расходы. Сторонники первого подхода исходят из того, что снижение налогов увеличит прибыль предприятий и тем самым даст дополнительный толчок накоплению. Сторонники увеличения бюджетных расходов предлагают, в частности, активизировать таким образом инвестиционную политику государства. Однако, прежде чем принять решение об использовании средств стабилизационного фонда необходимо тщательно оценить среднесрочные макроэкономические последствия.

Одно из ограничений на использование конъюнктурных доходов связано с опасностью наращивания бюджетных обязательств. Так, повышение пенсий и зарплаты в государственном секторе в условиях дорогой нефти может подорвать сбалансированность бюджета после их возвращения к «нормальному» уровню. Напротив, финансирование инвестиционных проектов из средств стабилизационного фонда не создает макроэкономических рисков, поскольку предполагает принятие разовых, а не постоянных, долгосрочных обязательств. Другое ограничение связано с проблемами монетарной политики. Вместе с увеличением бюджетных доходов, дорогая нефть приносит с собой повышательное давление на рубль. Действия Центрального банка по сдерживанию избыточного укрепления рубля (которое снизило бы конкурентоспособность российских товаров) в свою очередь могут ускорять инфляцию. Для того чтобы избежать этого, часть нефтяных сверхдоходов в нынешних условиях необходимо использовать для связывания избыточной ликвидности. Таким образом, в настоящее время основным препятствием для использования средств Стабилизационного фонда внутри страны (будь то финансирование государственных инвестиций или замещение потерь бюджета от снижения налогов) служит необходимость сдерживать одновременно быстрое укрепление рубля и инфляцию.

Огромной проблемой остается выбор методов использования государственных средств для капиталовложений. Представим себе, что государство решило три проблемы условия инвестирования: вообще решилось на госинвестирование[1]; выработало приоритеты накопления (скажем, инфраструктура, инновации, транспорт); ограничение коррупции до «приемлемого уровня». Последнее естественно весьма условно, поскольку пресса развитых стран с общей низкой коррупцией полна криминальных историй с госконтрактами в строительстве (например, дело губернатора Коннектикута Роуленда в 2005 г.). Во всяком случае выбор у государственных органов невелик: расписаться в бессилии или обеспечить защиту важнейших национальных проектов. Третьей проблемой становится выбор органов и инструментов финансирования. История дает множество вариаций и лишь несколько основных путей: бюджет, агентства и банки развития, гарантии и частичные субсидии. В первом случае главное в трате бюджетных средств федеральных или местных: прозрачность проекта, тендера, общественный контроль от замысла до реализации, большие возможности для частно-государственного партнерства для снятия рисков. Борьба также неизбежна по вопросу: какое министерство, победив свою собственную коррупцию, готово вести тендеры? Очевидны попытки ведомств «вытащить» фонды на себя — преимущество знания ситуации компенсируются меньшей прозрачностью, а также возможностью превратить инвестиции в текущие (пусть важные) расходы. Во втором случае есть один интересный пример — Бразильский банк развития, который в софинансировании с коммерческими банками (которые берут риски на себя) обеспечивает подавляющую долю долгосрочных инвестиций в стране. У нас эту роль в какой-то степени уже начал де-факто играть Сбербанк. Агентства по развитию — дело малоэффективное по сравнению с частным бизнесом, но некоторые виды региональных проектов. Наконец, третий путь требует компенсации разницы в рисках и стоимости кредита для важных, но долгосрочных и низкорентабельных проектов через субсидированные ставки процента, частичные гарантии, обеспечение определенной системы регулирования, гарантирующей выживае-

[1] Разумеется, «чистый либерал» предпочтет не замечать несовершенство рынка, игнорировать фактор времени и приписывать низкую норму накопления во время длительного подъема лишь политическим причинам.

мость проектов, наконец, выпуск облигаций под проекты с теми или иными элементами условий, позволяющими их широкое использование в качестве инструмента развития. В этом отношении дробление муниципалитетов отдаляет для большинства из них типичные за рубежом формы муниципальных займов на инфраструктурные проекты.

Экономический рост в России решает многие проблемы, особенно сырьевой экономики и потребления, но не решает важнейшие вопросы модернизации: обновление инфраструктуры, инновации, новые долгосрочные проекты, решение региональных проблем. Потребности накопления в стране огромные, максимально они должны быть результатом решений частного бизнеса. Общее улучшение положения с институтами рынка, особенно прав собственности является бесспорной необходимостью. В остальном — это фактор времени: ждать идеального инвестиционного климата или решаться на паллиативы и бороться с коррупцией, как все страны. Выбор политики в отношении проблем, которые не решаются рынком сейчас и явно не решатся в течение нескольких лет — актуальнейшая проблема жизни страны, которая пятнадцать лет ждет модернизации.

4.13. Самарская область: инвестиционная активность[1] (2006)

Объем и динамика инвестиций в основной капитал являются важнейшими показателями здоровья экономики страны и одновременно важными элементами общего спроса, определяющими текущие темпы роста экономики. Экономический рост последних лет не имел характер «восстановления» той структуры выпуска продукции, которая сложилась в советский период. Соответственно, это вело к неравномерной загрузке производственных активов, сформированной еще при Госплане, сначала в условиях десятилетнего транзиционного кризиса 1990–1999 гг., а потом в условиях экономического подъема 2000–2005 гг. Изменение загрузки производственных активов страны и, соответственно, регионов было естественным результатом действия разных факторов, влияющих на использование основного капитала:

- изменение структуры отраслевого спроса;
- изменение системы относительных цен в целом и, как следствие, изменение структуры издержек производства;
- переориентация экспорта на другие рынки сбыта;
- необходимость создания заново системы управления, сбыта, маркетинга, внутрифирменного планирования;
- необходимость создания заново системы финансирования как текущих, так и капитальных операций.

Формирование основных фондов и их модернизация определяют также будущие потенциальные темпы роста. В общем капиталовложения должны иметь более высокую эффективность как в силу более осмысленного принятия решений на микроуровне, так и за счет использования старых советских фондов, которые при необходимой адаптации дают дополнительный эффект для новых владельцев.

[1] *Григорьев Л.М.* Инвестиционная активность / Самарская область: от индустриальной к постиндустриальной экономике / Под науч. ред. А.П.Полетаева. М.: ТЕИС, 2006. С. 110–143.

Специфика российского процесса накопления капитала после пятнадцатилетнего переходного периода имеет несколько основных аспектов.

Во-первых, это низкий объем накопления по сравнению с уровнем перед трансформацией — падение на ⅘ и рост до уровня в ⅓ от стартового (1990 г.). Динамика инвестиционного процесса в стране за годы подъема 2000–2005 гг. определилась — капиталовложения растут несколько быстрее ВВП и личного потребления, но норма накопления страны не превышает 20%. Шестилетний подъем так и не привел к полномасштабному инвестиционному буму.

Если предположить, что весь стартовый капитал амортизируется и поддерживается как производительный до сих пор, это означало бы, по всей видимости, отрицательную норму накопления. Естественно, значительный объем основного капитала выбыл за эти полтора десятилетия из строя окончательно, должен быть списан в бухгалтерских книгах предприятий, исключен из состава производственных мощностей. Это повысило бы норму чистого накопления, которая определяет обновление основных фондов.

Во-вторых, структура используемого капитала резко отличается от его структуры по бухгалтерским книгам. Рост вложений в нефтяную промышленность, торговлю, связь указывает на характер спроса и развития экономики. Сдвиг в отраслевой структуре накопления предопределяет создание новых мощностей и обновление старых, и тем самым определяет конкурентоспособные сектора российской экономики. Разумеется, бесплатное (без долгов по кредиту) использование капитала новыми владельцами после приватизации, другие факторы поддерживают конкурентоспособность ряда отраслей и предприятий. Тот факт, что фонды (обесцениваясь и старея) оставались на балансах предприятий, только затемнял картину. История знает случаи внезапного обесценения значительной части основного капитала по структурным причинам, которые вели к большому безвозвратному выводу фондов (и обычно мощностей), списанию стоимости активов. Достаточно указать на скачок цен на энергию в 1974–1975 гг., который привел к эффекту обесценения мощностей в энергоемких отраслях промышленности США.

Практически снижение спроса в долгосрочном плане должно привести к выводу мощностей, даже если это не зарегистрировано в бухгалтерских книгах предприятий из налоговых соображений. Распределение выбытия объективно должно быть смещенным

таким образом, чтобы вести к выводу наиболее старых и неэффективных элементов основных фондов. Разумеется, в условиях кризиса новые фирмы — владельцы этих предприятий — могли вести политику максимизации доходов, манипулируя нормой амортизации. Для целей нашего анализа важно несколько прикладных выводов:

- длительное снижение выпуска означает сокращение мощностей;
- бухгалтерский объем фондов не отражает размеров мощностей;
- предприятие в условиях длительного кризиса утрачивает потребность в наращивании мощностей;
- загрузка предприятий на уровне ниже 30% на шестой год подъема в целом должна указывать на отсутствие спроса (госзаказа для ОПК) или, более вероятно, на утрату значительной части мощностей (в частности и по причине исчерпания квалифицированной рабочей силы).

В-третьих, это огромная неравномерность перенакопления физических активов в большинстве обрабатывающих отраслей, в частности в машиностроении и ОПК, легкой промышленности. Это связано с тем, что экономический рост после традиционного кризиса шел в совершенно новой структуре. Не было восстановления прежней производственной структуры экономики страны. Шло общее смещение фокуса накопления в добывающую, пищевую промышленность, транспорт и связь, коммерцию. Инвестиционный рост последних лет в стране имел три «локомотива» с точки зрения вклада в инвестиционный спрос: транспорт и связь, на которые пришлось 24% общего объема инвестиций в 2001 г., топливная промышленность и ЖКХ. Эти три сектора обеспечивают 60% общего инвестиционного спроса. В такой стране, как Россия, все три сектора представляют естественные сферы вложений, что серьезно влияет и на отраслевую структуру вложений в регионах. Но сохраняется крайне низкий (в сравнении с потребностями модернизации) уровень вложений как в инновационный сектор, так и в обновление изношенной физической инфраструктуры.

В-четвертых, произошло резкое изменение структуры финансирования накопления. Первоначальное обвальное сокращение государственных инвестиций было неизбежным. Но именно восстановление процесса накопления должно было свидетель-

ствовать об укоренении рыночных принципов хозяйствования. Структура финансирования инвестиций указывает как на развитие частного финансового сектора, так и на влияние характера собственности. В частности, доминирование самофинансирования на шестом году подъема указывает на слабость отношений собственности как одну из причин недостаточного развития кредита. Вновь приходится констатировать доминирование самофинансирования даже в условиях относительного избытка сбережений в течение всего подъема. Это ведет к значительному экспорту капитала и препятствует снижению стоимости заемного капитала. Частная финансовая система так и не может обеспечить адекватное аккумулирование и передачу сбережений для долгосрочного финансирования капиталовложений.

В-пятых, для такой страны как Россия, изменение динамики и отраслевой структуры инвестиций неизбежно оказывает влияние и на региональные аспекты накопления, на неравномерность развития регионов. Совокупность отраслевых факторов развития, сокращение государственных инвестиций влияют на новые тенденции в размещении производства в региональном плане. Тенденции в инвестиционной деятельности могут служить индикатором структурных изменений в экономике, отраслевых и региональных сдвигов. Для крупного развитого региона — Самарской области — вопросы накопления являются принципиально важными для развития, модернизации и диверсификации экономики.

Особенности регионального накопления

Проблема накопления в территориальном разрезе внутри большой страны особенно сложна. В конечном итоге она сводится к проблеме конкурентоспособности отраслей страны в глобальном масштабе. В условиях экономического подъема 2000–2005 гг. проблема инвестиционной активности в России в региональном разрезе приобрела громадное значение. Низкая общая норма накопления в стране означает, что концентрация инвестиций в той или иной группе регионов оставляет другие без ресурсов. Естественно, многие регионы не могут рассчитывать на масштабные инвестиционные вложения без значительного национального подъема.

Даже для небольшой страны принципиально затруднительна задача удержать и реинвестировать свои сбережения, привлечь

внешние. Тем более это трудно для региона, поскольку в общем случае свобода движения капитала внутри страны выше, чем между странами. Поскольку отраслевые инвестиционные функции весьма различны, то возникает вопрос о привязке вложений к предприятиям, которые функционируют в регионе и создают доход.

В регионе объем и динамика капиталовложения определяются федеральной политикой (вложениями), крупными компаниями (ФПГ), региональными властями и местным бизнесом. Инвестиционные решения зависят от массы факторов: спроса, цены заемного капитала, корпоративных стратегий. Главное в процессе накопления: компании (индивидуумы) не обязаны инвестировать в основной капитал свою прибыль и даже амортизацию. Никто не обязан инвестировать в производство при наличии свободного дохода (можно делать портфельные инвестиции); никто не обязан инвестировать на той территории, где он получает свой доход. Без политики государственного перераспределения капиталовложений (которой до сих пор практически не было) движение капиталов детерминируется политикой компаний.

Регион получает доходы от своих крупных предприятий в форме заработной платы и налогов работников, других налогов, но при этом не обязательно улавливает (территориально) инвестируемый доход фирм, расположенных на своей территории. Если учесть еще и возможное воздействие трансфертных цен, налоговых гаваней и прочих финансовых факторов оптимизации собственниками своих налогов и размещения своих доходов, то высокая норма накопления страны не означает равномерного распределения инвестиций по регионам. Внутристрановое перераспределение инвестируемого капитала будет идти от развитых состоятельных регионов к более бедным по той же экономической логике, по которой прямые инвестиции в мире идут из развитых в развивающиеся страны: за дешевой рабочей силой, ресурсами, условиями для развития. При снятии барьеров на перелив капитала (в частности, межстрановых) движение капитала облегчается. Мы наблюдаем, как внутри России идет значительное межрегиональное движение частного капитала; вывоз капитала за границу также имеет большие различия в региональном плане.

Применительно к Самарской области как одному из ведущих промышленных регионов можно утверждать, что она является не только бюджетным, но и финансовым донором (по движению част-

ного капитала) по отношению к ряду других регионов страны. Это, видимо, нормальное состояние для инвестиционного процесса развитого региона — более высокая динамика потоков капитала. Для области с высокими доходами предприятий трудно ожидать, что они будут просто реинвестированы по месту их получения. Поэтому регион вынужден мириться с тем, что он сталкивается с оттоком капитала по корпоративным каналам, но одновременно пытается за счет хорошего инвестиционного климата компенсировать этот отток притоком прямого капитала, в частности, иностранного.

При прочих равных факторах и упрощающих допущениях можно утверждать, что малый бизнес стремится реинвестировать в районе своего обитания; средний бизнес — также пока не делает шаг к развертыванию в крупный капитал. Но на уровне крупного предприятия локализация реинвестирования становится не правилом, а одним из объектов выбора места вложения прямых инвестиций. До этого момента объем финансовых средств фирмы не столь велик, а трансакционные издержки переноса бизнеса еще велики, чтобы инвестируемый доход легко менял точку приложения. Но с ростом системы ее возможности в старых региональных границах начинают исчерпываться по различным причинам: осваивается рынок, возникают ограничения по площадкам, экологической нагрузке на территорию, транспортным соображениям и т.п.

Мы не рассматриваем здесь возможностей портфельных инвестиций как средства перераспределения вложений через финансовые рынки по двум причинам: во-первых, региональные финансовые центры находятся еще только в стадии становления и средства во многом уходят в «оффшоры» (включая Москву); во-вторых, в России возможности пространственного переноса прямых вложений через финансовые рынки крайне ограничены[1].

Крупные национальные финансовые группы оперируют своими средствами на глобальной основе. Вывоз (ввоз) капитала может регулировать процесс инвестирования на той или иной территории в зависимости от объективных условий развития. Так что инвестиционный спрос на возмещение основного капитала предприятия может иногда оказаться тем минимумом, который остается на территории наряду с оплатой труда и налогами. Отсюда мучения всех, видимо, стран, анклавов, территорий мира,

[1] См.: *Григорьев Л.М., Гурвич Е.Т., Саватюгин А.Л. и др.* Состояние и прогноз развития финансовых рынков до 2010 г. М.: ТАСИС, 2003.

пытающихся хорошим инвестиционным и налоговым климатом, снижением административных барьеров привлечь прямых инвесторов[1]. Расширение бизнеса подчиняется сложным законам, которые во многом нарушались (а то и игнорировались) в России в течение пятнадцати лет переходного периода. Иллюзии как реформаторов, так и специалистов советского периода, равно ожидавших немедленного инвестиционного подъема в России, как только наступит то ли макростабилизация, то ли просто поворот в развитии, были, разумеется, неоправданны. Процесс накопления — как наиболее сложный и чувствительный — не мог восстановиться сам по себе в условиях экономической и политической нестабильности при жестокой глобальной конкуренции. Регионы в условиях подъема столкнулись с неожиданными и непредсказуемыми явлениями в перемещении труда, выпуска и капитала по территории России[2].

Спецификой и достижением Самарской области была более пологая кривая традиционного кризиса, чем в стране в целом. Главное отличие состоит в том, что автомобильная промышленность продолжала функционировать на несколько более высоком уровне, чем остальные отрасли машиностроения как области, так и страны[3]. С учетом Волжской ГЭС, «АвтоВАЗа», нефтяной промышленности, экспортной химии набор отраслей области оказался несколько более устойчивым к спаду этого трудного периода. Электроэнергетика меньше снижала выпуск в кризисное десятилетие, тогда как цветная металлургия и химическая промышленность быстрее росли в последние годы. Строго говоря, предприятия области могли потенциально сохранить и нарастить больше мощностей, чем в среднем по стране. Это во многом и сделало Самарскую область сложной, но относительно устойчивой территорией, поскольку большая устойчивость спроса — основное условие, которое позволяет предприятиям планировать свою деятельность, — повлияла и на процессы накопления в регионе.

[1] Например, отдельные штаты США открывают представительства в Европе для привлечения инвесторов.

[2] *Григорьев Л.М., Урожаева Ю.В.* Влияние экономического подъема на региональное развитие // 1000 лучших предприятий. Промышленность России: рынки, отрасли, регионы. М, 2003.

[3] См. Главу 9 «Промышленность» / Самарская область: от индустриальной к постиндустриальной экономике / Под науч. ред. А.П.Полетаева. М.: ТЕИС, 2006. С. 228–316.

При оценке инвестиционной активности в Самарской области следует принимать во внимание ряд специфических характеристик экономики региона, которые определяют отличия в уровне и динамике инвестиций по отношению к другим регионам России. К таким особенностям относится, прежде всего, стабильно высокая доля промышленности в производстве ВРП при концентрации промышленного производства в достаточно фондоемких отраслях (электроэнергетика, топливная промышленность, химия, машиностроение). Второй особенностью области, которая может оказывать существенное влияние на объемы капиталовложений и вызвать резкие перепады этих объемов от года к году, является доминирование в большинстве основных отраслей крупных и сверхкрупных промышленных предприятий. Реализация (или отказ от реализации) даже одного крупного инвестиционного проекта на таком предприятии оказывает заметное воздействие на общие показатели инвестиционной активности в регионе. Большинство таких предприятий зависит по рынкам сбыта от покупательной способности населения России и СНГ, государственного заказа, от мировых рынков сырья, полуфабрикатов и энергоносителей.

Специфика структуры основных фондов области и текущего инвестиционного процесса достаточно устойчива и воспроизводится длительное время. Вероятно, они основаны на нескольких фундаментальных факторах. Прежде всего, это огромное накопление физических активов в советский период. Даже при относительно низкой норме накопления область сохраняла высокое место по активам на одного жителя и занятого к 2003 г. (табл. 4.23). Во многом это было связано с преобладанием крупных предприятий «союзного значения», которые продолжают доминировать в экономике области. Существенную роль играет и своеобразная модель потребления жителей области с завышенной ролью автомобилей и низким уровнем вложений в жилищное строительство.

В принципе, понятно, что более высокий уровень накопленных активов позволяет экономике региона функционировать при более низкой текущей норме накопления. Огромный многоотраслевой промышленный и транспортный комплекс, каким сформировался Самарский регион к концу «советского периода», обусловливал, в частности, наличие огромного объема зданий и сооружений, складов и служб, которые стали дешевым основным капиталом нового бизнеса, позволяющим извлекать доход при меньших стартовых вложениях, нежели в других регионах «промышленного

ядра». Но еще более важную роль в переходный период играла способность предприятий к быстрой адаптации к изменениям цен и спроса. По этим параметрам Самарская область выглядела предпочтительнее относительно не только уральских регионов, но и быстро растущих Татарстана и Башкортостана.

Таблица 4.23

Полная стоимость основных фондов на душу населения и на одного занятого, 2003 г. (тыс. руб.)

Регионы	На душу населения	На одного занятого
Российская Федерация	224	492
Республика Башкортостан	163	374
Республика Татарстан	228	499
Нижегородская область	158	317
Пермская область	257	533
Самарская область	275	563
Свердловская область	232	498
Челябинская область	213	465
Новосибирская область	184	411
Томская область	263	573

Источник: Регионы России 2004. М., 2004.

Десятилетний кризис создавал огромную неопределенность на уровне предприятий по перспективам обновления фондов — владельцы могли вести стратегию в широком диапазоне возможностей: от сохранения на балансе устаревших мощностей для повышения амортизационных отчислений до списания фондов с целью в необходимый момент показать более высокую прибыльность фирмы. При этом объем фактически используемых мощностей мог и не меняться. Подтверждением этого является ситуация с переоценкой основных фондов в Самарской области, в результате чего в 2000 г. доля износа в промышленности увеличилась за год с 54,9% до 60,5%, а в машиностроении и металлообработке — с 50,9% до 69,3%. Эта переоценка, естественно, не повлияла на возможности физического капитала обеспечивать применение рабочей силы для создания продукта. Например, в аналитической записке Облстата Самарской области в 2002 г. отмечалось:

«В последние два года область вышла на первое место по общей стоимости основных фондов среди регионов Приволжского

федерального округа. Такой значительный рост стоимости обусловлен не только обновлением основных фондов, но в большей степени ежегодными переоценками, проводимыми крупными, фондообразующими организациями области. Значительный абсолютный рост стоимости не привел к улучшению показателей состояния основных фондов, *так как переоценивались в основном фонды либо с высокой степенью износа, либо полностью изношенные. В результате полная и остаточная стоимости возрастали в разных пропорциях, что привело к увеличению степени износа и доли полностью изношенных основных фондов в общей стоимости»* (курсив наш. — *Л.Г.)*[1].

Поскольку показатель степени износа основных фондов используется во всех межрегиональных сравнениях и исследованиях, в частности, при расчете показателей устойчивого развития, то он понижает рейтинг области (табл. 4.24). В то же время весьма вероятно, что на самом деле мы имеем дело скорее с амортизационной и налоговой политикой крупных предприятий области в условиях начавшегося подъема, чем с «внезапным износом».

Таблица 4.24

Степень износа основных фондов (на начало года, в %)

Годы / Регионы	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Российская Федерация	41,9	42,4	45,8	47,9	49,5	43,7
Республика Башкортостан	46,2	44,8	45,0	46,7	48,4	44,8
Республика Татарстан	42,6	42,1	40,8	45,3	44,1	42,4
Нижегородская область	40,2	40,7	45,5	48,0	50,4	46,9
Пермская область	46,1	47,0	51,3	**51,6**	**51,3**	48,8
Самарская область	49,5	**56,1**	**56,1**	56,1	59,8	54,5
Свердловская область	43,9	**45,4**	48,7	**51,9**	56,2	45,1
Челябинская область	43,4	45,5	47,2	48,5	51,5	44,4
Новосибирская область	48,5	49,0	53,7	53,5	58,8	44,0
Томская область	48,1	46,8	48,1	47,4	47,5	42,4

Источник: Регионы России 2004. М., 2004.

Экономика области и ее совокупные инвестиции должны испытывать колебания, соответствующие крупным переменам в конъюнктуре на основных рынках области или, опосредст-

[1] О состоянии и обновлении основных фондов Самарской области. Самара, 2002.

вованно, в финансовом положении и возможностях ключевых предприятий. Процесс накопления в России в целом приобретает постепенно черты циклических процессов в странах с рыночной экономикой. Как на уровне национальной экономики, так и на уровне области, естественно, доминируют отраслевые инвестиционные циклы, особенно крупных отраслей. В случае Самарской области в последнее десятилетие вложения в топливную и автомобильную промышленности определяли колебания общего уровня накопления. После тяжелого спада в 1998–1999 гг. область быстро оправилась и сделала существенный рывок в росте капиталовложений. В целом по темпам роста валовых инвестиций в 2000—2005 гг. Самарская область выглядит примерно так же, как российская экономика в целом (табл. 4.25).

Таблица 4.25

Индексы физического объема инвестиций в основной капитал по регионам

Годы / Регионы	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2005 в % к 1999
Российская Федерация	117,4	110,0	102,8	112,5	110,9	110,7	183,4
Республика Башкортостан	137,9	117,9	90,5	100,3	100,0	110,2	162,6
Республика Татарстан	134,2	112,8	90,0	102,2	106,1	121,4	179,3
Нижегородская область	106,3	114,1	134,5	90,2	97,3	97,2	139,2
Пермская область	129,4	116,7	93,9	95,6	103,2	89,3	124,9
Самарская область	127,8	112,5	109,1	105,1	104,0	100,5	172,3
Свердловская область	107,9	105,1	121,7	112,0	115,7	110,2	197,1
Челябинская область	121,6	112,7	95,6	92,3	118,8	102,5	147,3
Новосибирская область	135,5	116,7	108,3	119,7	95,9	101,6	199,7
Томская область	112,5	152,9	105,4	108,1	84,9	64,8	107,8

Источник: Регионы России 2004. М., 2004; Социально-экономическое положение РФ. М., январь, 2006.

По доле инвестиций в ВРП Самарская область отстает не только от среднероссийских показателей, но и от многих регионов ПФО и сравнимых с областью других регионов России. Но несмотря на меньшую инвестиционную норму (относительно величины ВРП), размер инвестиций на душу населения в регионе соответствует среднему по стране, хотя ниже чем у лидеров среди рассматриваемых регионов — республики Татарстан и Томской области. Отчасти это является следствием более высокого уров-

ня валового продукта на душу населения в Самарской области относительно среднего по стране.

Анализ структуры инвестиций по секторам экономики Самарской области показывает, что почти три четверти их сосредоточено в последние годы в трех отраслях — промышленности, транспорте и связи. При этом доля промышленных инвестиций имеет тенденцию к сокращению, в то время как доля транспорта и связи растет (см. табл. 4.26). По доле инвестиций, приходящихся на промышленность, Самарская область является одним из российских лидеров. Доля промышленности в инвестициях непропорционально велика даже с учетом того, что промышленное производство в Самарской области обеспечивает большую долю ВРП, чем в других регионах и России в целом.

Таблица 4.26

Структура инвестиций в основной капитал по отраслям экономики Самарской области (в %)

Годы / Отрасли	2002	2003	2004
Всего	100,0	100,0	100,0
Промышленность	57,1	53,9	45,8
Электроэнергетика	2,6	2,4	4,4
Топливная промышленность	9,4	10,8	7,9
в том числе			
Нефтедобывающая	3,9	4,7	4,6
Нефтеперерабатывающая	5,3	5,3	2,8
Цветная металлургия	1,0	1,2	1,4
Химическая и нефтехимическая промышленность	5,4	4,5	4,1
Машиностроение и металлообработка	29,7	25,9	23,4
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность	0,1	0,0	0,1
Промышленность строительных материалов	1,4	0,9	1,2
Легкая промышленность	0,0	0,0	0,1
Пищевая промышленность	7,1	7,6	2,5
Сельское хозяйство	2,9	1,7	1,7
Строительство	3,0	3,1	1,5
Транспорт	13,6	16,9	22,5
Связь	3,8	5,3	9,2
Торговля, общественное питание и т.д.	0,7	1,4	0,7

Продолжение табл. 4.26

Годы / Отрасли	2002	2003	2004
Жилищное хозяйство	6,7	6,4	6,3
Здравоохранение	3,2	2,5	3,0
Образование	2,2	1,9	2,1

Источники: Инвестиции в основной капитал Самарской области за 2003 г. Самара, 2003; Строительство и инвестиции Самарской области. Самара, 2003; Инвестиции в основной капитал Самарской области за 2004 г. Самара, 2004.

Заметим, что более корректное представление о структуре инвестиций дает статистика по видам экономической деятельности (к сожалению, эти данные имеются пока только по крупным и средним предприятиям). На обрабатывающие производства в стране в целом приходится весьма небольшая доля инвестиций (порядка 17%). Сравнимая доля капиталовложений направляется в добывающую промышленность и около 25% — в транспорт и связь (табл. 4.27). В Самарской области в 2004 г. на обрабатывающую промышленность приходилось 37% инвестиций крупных и средних предприятий, на добывающую промышленность — 5%, на транспорт и связь — 32%.

Таблица 4.27

Структура инвестиций в основной капитал крупных и средних предприятий в РФ и Самарской области по видам экономической деятельности, 2004 г. (в %)

Виды экономической деятельности	РФ	СО
Всего	100,0	100,0
A–B. Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство; рыболовство, рыбоводство	3,4	1,7
C. Добыча полезных ископаемых	16,8	5,3
D. Обрабатывающие производства	17,4	36,6
E. Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	8,4	5,6
F. Строительство	3,1	0,6
G. Оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	2,7	0,9
H. Гостиницы и рестораны	0,4	0,9
I. Транспорт и связь	25,1	32,2

Продолжение табл. 4.27

Виды экономической деятельности	РФ	СО
J. Финансовая деятельность	1,6	1,1
K. Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	12,6	7,9
L. Государственное управление и обеспечение военной безопасности; обязательное социальное обеспечение	1.8	1.3
M. Образование	1,8	2,1
N. Здравоохранение и предоставление социальных услуг	2,3	1,9
O. Предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг	2,7	1,8

Источник: Российский статистический ежегодник 2005. М., 2005.

В таблице 4.28 приведены данные о структуре промышленного производства и структуре инвестиций в России и в Самарской области. Инвестиционная активность в области сильно смешена в сторону машиностроения: доля совокупных инвестиций в основной капитал в этой отрасли практически соответствует ее высокой доле в промышленном производстве, в то время как в России машиностроение получает существенно меньшую долю инвестиций в сравнении с долей выпуска. Еще более разительные расхождения наблюдаются для пищевой промышленности и для нефтепереработки. Это подтверждает тот факт, что совокупные показатели инвестиций в Самарской области существенно зависят от деятельности ограниченного числа крупнейших предприятий региона.

Таблица 4.28

Сравнение структуры промышленного производства и инвестиций в РФ и Самарской области, 2004 г. (в %)

Отрасли промышленности	Промышленное производство		Инвестиции в основной капитал	
	РФ	СО	РФ	СО
1	**2**	**3**	**4**	**5**
Вся промышленность	100,0	100,0	100,0	100,0
Электроэнергетика	7,6	8,0	13,7	9,5
Топливная промышленность	17,1	н.д.	43,4	17,4
в том числе:				
Нефтедобывающая	12,1	9,1	23,7	10,0

Продолжение табл. 4.28

1	2	3	4	5
Нефтеперерабатывающая	2,1	3,0	3,7	6,1
Цветная металлургия	10,3	2,6	6,8	3,0
Химическая и нефтехимическая промышленность	7,2	11,4	4,4	9,6
Машиностроение и металлообработка	22,2	52,4	7,3	51,2
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность	4,3	0,2	3,4	0,2
Промышленность строительных материалов	2,9	3,2	1,7	2,6
Легкая промышленность	1,4	0,3	0,5	0,2
Пищевая промышленность	15,4	8,4	7,6	5,5

Источники: Росстат; Самарский облстат; Итоги социально-экономического развития Самарской области в 2004 г. Самара, 2005.

Фактически накопление в промышленности области складывается из вложений «АвтоВАЗа» и его поставщиков, значительного объема вложений в химическую и нефтехимическую промышленность. Свою важную роль сыграла и активная фаза восстановления объемов добычи нефти с помощью интенсивных технологий в 2001–2003 гг. Высокая доля вложений в промышленность постепенно начинает снижаться за счет огромных вложений в транспорт и связь, на которые в 2004 г. пришлось уже более 26% всех вложений. Это обнадеживающая тенденция по двум фундаментальным причинам: признак высокого потенциала региона и растущих потребностей населения и бизнеса области в развитии адекватной инфраструктуры. Можно ожидать, что создание такой инфраструктуры будет обеспечивать возможности вложений в другие отрасли промышленности и услуг — в будущем.

В топливной промышленности в целом инвестиции заметно ниже того, что можно было бы ожидать по среднероссийским данным в нефтедобыче, но заметно выше в нефтепереработке. Скорее всего, это следствие трансфертного ценообразования в нефтепереработке, что занижает ее долю в промышленном производстве. В целом можно сказать, что основные инвестиции сосредоточены в отраслях нынешней специализации региона — нефтеперера-

ботке, машиностроении, пищевой промышленности. Не менее мощная по выпуску продукции химическая промышленность все еще опирается, по всей видимости, на старые мощности и не производит масштабных капиталовложений, во всяком случае на территории области.

Таблица 4.29 указывает на конъюнктуру, определяющую представления участников процесса принятия инвестиционных решений о капиталовложениях. Фактически речь идет о серьезном экономическом буме в химии и нефтехимии, промышленности строительных материалов, инерционном росте продукции в топливной промышленности. Бум вложений в топливную промышленность стал исчерпываться в старых районах добычи (основные вложения уже сделаны), и рост добычи идет при меньших текущих вложениях. То же относится к пищевой промышленности и отчасти к химической. Рост вложений продолжается в отраслях услуг, промышленности стройматериалов, сельском хозяйстве, торговле и машиностроении (хотя и небольшими темпами). Область сумела достойно выйти из кризиса 1998—1999 гг. и обеспечила значительный рост производительности труда за последние пять лет. Однако это не снимает проблем долгосрочного развития и необходимость как дальнейшей модернизации своего накопленного физического капитала, так и создания новых мощностей.

Сочетание нескольких ключевых факторов определило неоднозначное положение с нормой накопления в ВРП Самарской области. При нынешней структуре экономики и благоприятных ценовых факторах Самарская экономика демонстрирует достаточно быстрые темпы роста при относительно низкой норме накопления в 16–17% от ВРП. Во-первых, это свидетельствует о том, что запас производственных мощностей предприятий области (несмотря на высокие оценки износа) и человеческого капитала не создает препятствий для экономического роста в регионе[1]. Во-вторых, в какой-то степени это указывает на более высокую эффективность человеческого (включая управленческий) и физического капитала.

[1] Типичный пример — авиастроение, где появившиеся заказы на самолет А-140 просто опираются на существующие возможности производства, так же как и возможный в будущем выпуск малых самолетов.

Таблица 4.29

Среднегодовые темпы прироста промышленного производства и инвестиций в Самарской области, 1999–2003 г. (в %)

Отрасли промышленности	Среднегодовые темпы прироста производства	Среднегодовые темпы прироста инвестиций
Промышленность — всего	7,7	8,9
Электроэнергетика	1,2	–8,9
Топливная промышленность	5,2	10,1
Цветная металлургия	15,3	66,1
Химическая и нефтехимическая промышленность	11,6	22,5
Машиностроение и металлообработка	8,0	12,0
Промышленность строительных материалов	13,0	34,6
Пищевая промышленность	6,7	6,1

Примечание: при расчете индексов физического объема инвестиций в отрасли промышленности Самарской области использовались дефляторы для отраслей промышленности РФ (так как данные по дефляторам инвестиций в отраслях промышленности Самарской области недоступны).

Источник: Росстат, МЭРТ РФ, расчеты ИЭФ.

Татарстан и Башкортостан показывают (при более низком подушевом ВРП) существенно более высокую общую норму накопления. Однако более высокие относительные вложения обеспечиваются специфическими бюджетными отношениями этих двух республик с федеральным центром[1]. Кроме того, эти вложения идут в значительной мере на сооружения и жилищное строительство, а не на обновление активной части основных фондов.

Рис. 4.16 позволяет наглядно показать отличие текущего накопления в Самарской области от всей страны: меньше жилищ, меньше зданий, меньше «прочего» и намного больше оборудования. Отчасти это связано опять-таки с доминированием крупных предприятий, которые, начиная с определенной стадии своего развития, уже не расширяются пространственно,

[1] Эти специфические отношения меняются по форме, но не исчезают — достаточно указать на заем Всемирного банка в 120 млн долл., предоставленный Минфином РФ Татарстану на льготных условиях.

равно как и привязанные к ним жилищные районы. У этого типа развития есть свои минусы, о чем пойдет речь ниже. В данном случае отметим, что «самарская модель» — это, безусловно, шаг вперед по структуре накопления в направлении к экономически развитым странам, о чем было много дебатов еще во времена плановой экономики.

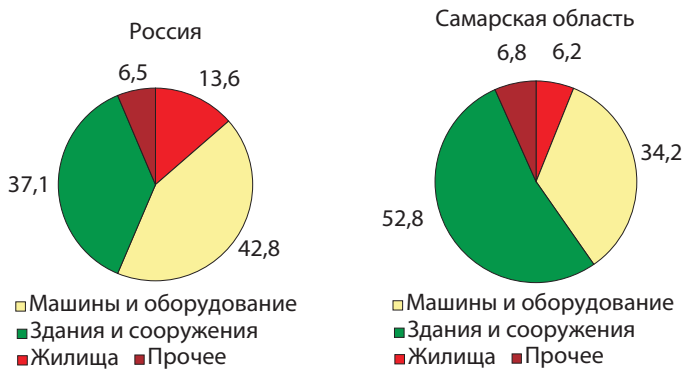

Рис. 4.16. **Структура инвестиций в основной капитал в Самарской области и в Российской Федерации в 2004 г.**

Соответственно, по оборудованию ситуация совершенно иная. Концентрация инвестиций в основной капитал в промышленности определяет и отличия их технологической структуры в области по сравнению с общероссийской. Относительно более высокая доля оборудования в структуре инвестиций в Самарской области связана с тем, что значительные средства идут на модернизацию действующих производств, в которых доля строительно-монтажных работ невелика (также как и затрат, относимых к прочим инвестициям в основной капитал).

Для большей наглядности интересно взглянуть на графическое представление вложений в оборудование и в здания и сооружения по регионам (рис. 4.17). Легко предсказуемо объединение двух поволжских республик и Москвы в одну группу с большим строительством. Большие финансовые ресурсы Татарстана превращаются в строительный бум (помимо субсидирования сельского хозяйства), тогда как более высокая доля вложений в оборудование указывает на более интенсивные процессы обновления и модернизации в Самарской области.

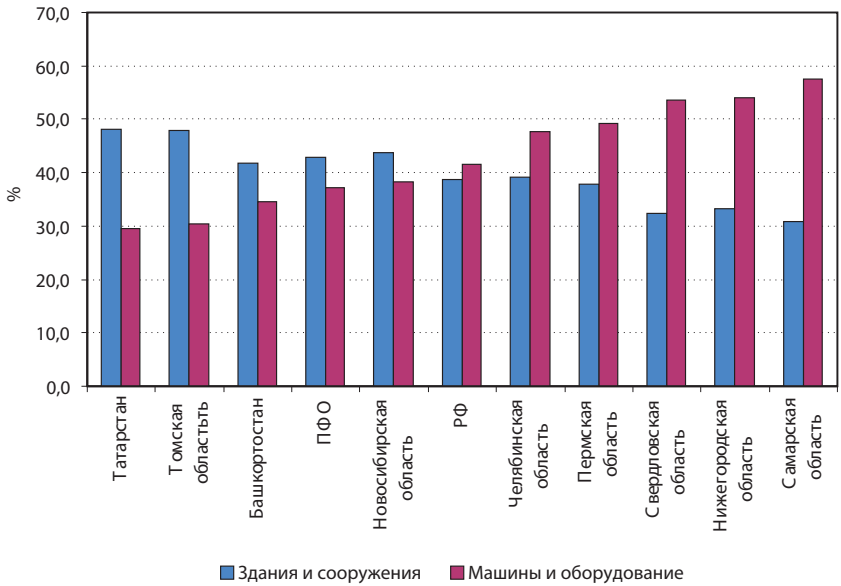

Рис. 4.17. **Технологическая структура инвестиций в регионах в 2004 г. (в %)**

Важный аспект вложений в оборудование состоит именно в росте доли и роли современного оборудования как основы новых производственных мощностей. При устойчивости вложений в активную часть фондов в течение длительного времени именно этот индикатор становится наилучшим субститутом трудноизмеримого показателя новых производственных мощностей. В заключение отметим большую роль импортного оборудования в накоплении области — по оценкам руководства области, оно составляет порядка 23% по оборудованию[1].

С нашей точки зрения, эти факторы указывают на значительное преимущество Самарской области по сравнению со страной в целом и многими промышленными регионами в модернизации оборудования, в увеличении чистого накопления, а следовательно, в создании новых мощностей рядом с устаревающими. Вывод напрашивается — Самарская область с более высокой долей

[1] См.: *Хасаев П.Р.* Вступительная речь // Аспекты регионального развития: взгляд из Самарской области — региона-лидера. М.: МОНФ, 2005. С. 21.

оборудования создает в последние годы, по всей видимости, модернизационную основу экономического роста.

Будущий рост Самарской области, разумеется, зависит от объема текущих капиталовложений так же, как последние важны и для общего спроса в области, но эти связи не жестко детерминированы. Современная теория не дает простых ответов на вопрос о том, как факторы производства влияют на рост добавленной стоимости. На национальном уровне, в конечном итоге, можно работать с производственными функциями типа Кобба-Дугласа при всей их условности, когда речь идет о стране переходного типа с неравномерным избытком мощностей. Слабость этой старой формулы, увязывающей рост продукта с приростом физического капитала, труда и научно-техническим прогрессом, заключается в том, что на НТП или на остаток списывается (по разным странам и периодам) до 60—80% прироста ВВП.

В стране (области) с огромной недогрузкой как физических активов, так и человеческого капитала ограничения по факторам производства действуют иначе — возможен рост выпуска за счет повышения загрузки мощностей и производительности труда. Например, рост спроса на инжиниринговые услуги может вести к росту добавленной стоимости в услугах области без большого увеличения численности занятых или активов, хотя определенный уровень вложений необходим. Тем самым совершенно не обязателен определенный жесткий уровень физических вложений для достижения роста ВВП. Другим примером может служить повышение качества продукции автомобильной промышленности при более жестком контроле качества компонентов и сборки. Понятно, что усилия в области управления, контроля качества и организации производства могли бы дать возможность повышения качества и цены продукции, повышения доходов предприятий области и ее ВРП. Ограничения по наличию рабочей силы в области не обязательно (если не считать нехватки конкретных профессий) должны лимитировать рост — скорее, они должны стимулировать инженерные решения по повышению производительности труда, высвобождению рабочей силы.

Относительно низкий уровень производственного строительства отчасти может объясняться использованием того запаса производственных и складских помещений, которые оказались вне использования в период кризиса. Их ввод в оборот в период

подъема дал определенную экономию. Однако в долгосрочном плане эти возможности сокращаются в силу того, что и размер неиспользуемых помещений, и их относительное качество и удобство расположения, видимо, падают. Новые мощности требуют новых зданий и сооружений, кстати, не слишком дорогих, если не считать инфраструктуры. В то же время в Самарской области одной из причин низкой общей нормы накопления остается сравнительно низкий уровень вложений (и ввода) в жилищном строительстве (см. рис. 4.18). Сдвиг к престижному жилью, общая дороговизна нового жилья в Самаре и Тольятти говорят о барьерах для входа на рынок и развития строительства, что в свою очередь сдерживает рост инвестиций в области.

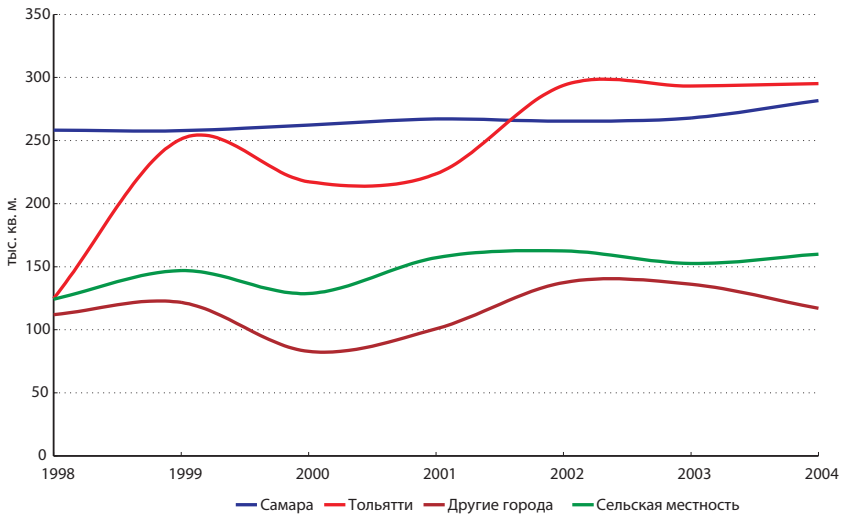

Рис. 4.18. **Ввод в действие жилья в Самарской области (тыс. кв. м общей площади)**

Отметим также, что большое социальное неравенство как в РФ, так и в Самарской области выражается в высоком VIP-потреблении при дороговизне жилья, услуг, земли и продуктов питания для основной массы населения. Это влияет на пропорции потребления и накопления, смещая их в потребление от массового спроса на жилье и услуги в элитный сегмент, ограничивая инвестиционный процесс. Средний класс не успевает за ростом цен на недвижимость. Речь идет о росте личного потребления при

относительно невысокой норме накопления, о вывозе капитала при ограниченности кредита и внутренних прибылей.

По мере смещения структуры накопления в пользу отраслей с быстрым оборотом и отраслей сферы услуг (при их низкой капиталоемкости), привязка роста ВРП к основному капиталу смягчается. Исследование экономической динамики Самарской области все время возвращает к ее ключевым характеристикам — это сравнительно развитый регион с высоким уровнем личных доходов, большим старым физическим капиталом и крупными предприятиями. Для нее крайне важно сочетание всех видов капиталовложений: модернизации крупных предприятий химии и других капиталоемких отраслей, постепенной загрузки мощности и модернизации предприятий стажирующих подотраслей машиностроения, отраслей услуг, жилищного строительства.

Потенциал накопления

Специфика стадии, на которой находится российская экономика в отношении структуры сбережений по источникам, соответствует относительно ранним этапам развития рыночных экономик (начало XX в.). Это относится в основном к соотношению между сбережениями предприятий и населения: преобладание предприятий в сбережениях указывает на относительную бедность жителей страны, неравномерность их доходов. В более развитых экономиках население — это основной кредитор финансовой системы, которая, в свою очередь, перераспределяет инвестируемые ресурсы в пользу коммерческих заемщиков и государства, если оно имеет дефицит бюджета. Специфика российского накопления — большой вывоз сбережений предприятиями (разность между их сбережениями и инвестициями) и снижение государственных капиталовложений примерно до уровня США и много ниже стран ЕС и большинства стран с развивающимися рынками.

Фактически основная проблема, которая не была решена в годы подъема 2000–2005 гг., — это увеличение нормы накопления за счет перераспределения финансовых ресурсов через систему финансовых рынков. Развитие российских финансовых рынков в период после краха 1998 г. представляется достаточно успешным с точки зрения восстановления стабильности банковской платежной системы и поддержания стабильности страхового сегмента. В определенной мере удалось сохранить доверие насе-

ления к этим сегментам, 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 обусловлено естественным процессом подъема экономики, подкрепленным устойчивостью макроэкономической ситуации, укреплением надзорных органов (т.е. 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. Усилия государственных органов были направлены на преодоление кризисных явлений в финансовом секторе, но не проводилось какой-либо комплексной реформы на финансовых рынках.

Рост индексов фондового рынка в 2003–2005 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 рынок второго эшелона идет медленно. Сохраняются проблемы, отмеченные в Программе социально-экономического развития на среднесрочную перспективу Правительства РФ (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».

Структура инвестиций по источникам финансирования в Самарской области отличается от среднероссийской, прежде всего, еще более высокой долей собственных средств предприятий и организаций (62% против 48% по России). В сложившихся условиях, при высоких доходах страны от сырьевого экспорта, определяющей моделью финансирования накопления оставалось самофинансирование, что объективно суживало возможности развития машиностроения и других отраслей несырьевого характера. Вместе с тем Самарская область отличается очень низкой (вдвое ниже средней по РФ и средней по ПФО) долей бюджетных средств в инвестициях и, особенно, низкой долей средств федерального бюджета, что необычно для региона со значительным числом крупных предприятий оборонно-промышленного комплекса, огромными «федеральными» проблемами в авиакосмической промышленности, экологии (проблема Чапаевска и проч.).

Область в небольшой степени опирается на бюджетное финансирование капиталовложений, относительно мало участвует в федеральных программах, даже по сравнению с промышленными регионами сходного типа (см. рис. 4.19). Причины этого лежат, видимо, не только в том, что предприятия области в большей степени приватизированы и работают уже вне прямой поддержки государственного сектора. В странах с развивающимися рынками это еще и переговорные возможности региона по отношению к федеральным властям.

По конфигурации экономических проблем Самарского региона и его перспективных проектов складывается, видимо, необычная ситуация. Регион в состоянии решить массу своих проблем и лучше многих решает их в течение последнего десятилетия. Но остаются проблемы, которые важны для стратегического развития региона в будущем, его укрепления как одного из центров развития на ближайшие два-три поколения в глобальной конкуренции. Эти проблемы имеют двоякий характер — они важны для региона, но они же крайне важны для всей страны и ее устойчивого развития. Сюда можно отнести, как минимум: развитие транспортного узла (мультимодальный контейнерный терминал на базе нескольких городов области); автомобильный мост для разгрузки основной национальной дороги из Европы в Сибирь; проблема развития авиакосмической промышленности; решение экологических проблем Чапаевска и Октябрьска.

От качества федерального законодательства будет зависеть возможность разработки малых нефтяных месторождений, характер трансформации автомобильной промышленности в преддверии вступления в ВТО. Таким образом, низкая доля бюджетного участия в накоплении области отражает не только энергию частного накопления в регионе, но и нерешенность вопросов общего экономического развития страны. При большем внимании к долгосрочным проблемам устойчивого развития федеральный центр объективно должен быть больше вовлечен именно в те проекты, которые одновременно снимали бы барьеры для развития частного бизнеса в регионе. Самарский частный бизнес стоит на ногах прочно, но ответственность за решение вышеупомянутых проблем лежит на федеральном центре.

Как это подтверждено мировой практикой, страны и регионы, не имеющие возможность опереться на сырьевые ресурсы, развивают лучший инвестиционный климат, создают более качественные институты рынка для привлечения внешних инвесторов. В России в 1990–2000-е годы общей темой стало привлечение прямых иностранных инвестиций как способа решения ряда внутренних финансовых проблем. В условиях бурного роста

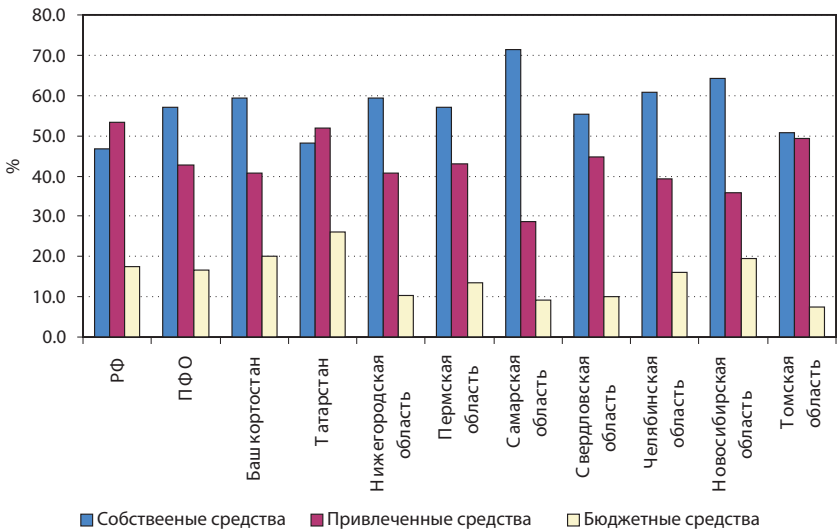

Рис. 4.19. **Структура финансирования инвестиций в регионах, 2004 г. (в %)**

сырьевого экспорта в 2000–2005 гг. проблемы финансирования накопления в стране, как мы знаем, не были решены. Прямые инвестиции оказались сосредоточены в нефтяной промышленности на Сахалине, в торговле и пищевой промышленности — примеры более активного развития иностранных инвесторов в иные отрасли промышленности весьма ограничены. В этом отношении Самарский регион оказался одним из немногих, кто сумел и в трудном российском инвестиционном климате обеспечить стабильность и предсказуемость условий для целого ряда долгосрочных иностранных прямых вложений в автомобильной и пищевой промышленности, промышленности строительных материалов. Значительный успех региона в этом отношении виден тем более, что рост прямых инвестиций в стране отражает более интенсивную фазу сахалинских проектов и рост прямых иностранных вложений в коммерческий, а не в промышленный сектор страны.

Использование собственных и привлеченных в регион средств зависит объективно от отраслевой структуры и характера распределения бизнеса по размерам. Чем шире распространение малого и среднего бизнеса, тем больше уверенность, что он будет реинвестировать доходы (кстати, неважно, явные или скрытые) в своей локализации. Крупный бизнес может двигаться, создавая предприятия и сети как внутри региона, так и вне его — это уже проблема рационального размещения предприятий применительно к характеру отрасли (к источникам сырья, ресурсам или потребителям). Наконец, финансово-промышленные группы с их глобальным позиционированием могут решать инвестиционные задачи в контексте, который выходит за пределы страны. Их финансовые ресурсы трудно уловимы даже статистически, а решения принимаются вне региона. Фактически частно-государственное партнерство представляет собой не новую идею 2004–2005 гг., а реальную практику (более или менее удачную по стране), в рамках которой регионы пытаются отстоять свои потребности в развитии человеческого и физического капитала, в том числе и для обеспечения деятельности самих крупных фирм и предприятий, оперирующих на территории регионов.

Крупные компании стремятся поддерживать в странах и регионах, в которых они оперируют и получают прибыли, хорошие отношения с местными властями, гражданскими неправительствен-

ными организациями, населением (т.е. источником персонала). Это непростая задача, в которой критическим моментом является прибыльность проекта. Чрезмерные требования к бизнесу ведут к свертыванию инвестирования и уходу инвесторов, а недостаточное внимание к нуждам регионов и чрезмерные попытки быстрого извлечения прибылей, как показывает история, рано или поздно создают трудности для крупного бизнеса. В этом плане иностранные инвесторы в реальном бизнесе с запаздыванием на 10–12 лет от начала переходного периода (поскольку им трудно было пробиться в страну) начинают показывать также и стандарты управления трудовыми ресурсами, внимания к социальным проблемам территорий. В этом плане Самарский регион приобрел в последние годы бесценный опыт, который сам по себе является известным в мире фактором формирования инвестиционного климата — инвесторы «идут вместе».

Отличием Самарской области является относительно высокая доля амортизационных отчислений в собственных средствах предприятий, направляемых на инвестиции в основной капитал (табл. 4.30). Это может отражать политику крупных предприятий, направленную на поддержание финансовых ресурсов на обновление фондов в условиях нехватки заемных средств (по приемлемым ставкам). Рост прибылей, который имел место в 2004 г. в области, мог также быть сознательной политикой части предприятий в преддверии выпуска акций или облигаций или предпродажной подготовки. Заметим, что мы пользуемся сальдированным финансовым результатом, который снижен на размер убытков убыточных предприятий. Это, разумеется, несколько занижает видимые возможности крупных прибыльных предприятий области, но зато указывает именно на финансовый потенциал области в целом.

В целом модель финансирования предприятий области была смещена в сторону самофинансирования даже больше, чем в стране в целом. За исключением 2002 г., областные предприятия, как правило, имеют большую долю прибыли и амортизационных отчислений, чем в среднем по стране. Это ограничивает возможности заимствования и указывает на большую зависимость инвестиционных решений в рамках финансово-промышленных групп от их корпоративной стратегии.

Таблица 4.30

Источники инвестиций в основной капитал в РФ и Самарской области (в %)

Показатели \ Годы	2001		2002		2003		2004	
	РФ	СО	РФ	СО	РФ	СО	РФ	СО
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Инвестиции в основной капитал	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Собственные средства	49,4	62,9	48,0	59,4	45,2	63,2	46,8	69,0
Прибыль	23,9	25,7	20,5	18,8	17,8	27,7	18,3	27,7
Амортизация	18,5	32,2	23,5	31,0	24,2	34,9	24,4	40,2
Прочие собственные	7,0	5,0	4,0	9,6	3,2	0,6	4,1	1,1
Привлеченные средства	50,6	37,1	52,0	51,9	54,8	36,8	53,2	30,0
Кредиты банков*	4,4	3,6	4,8	6,6	5,2	3,7	6,0	6,3
Заемные средства других организаций	4,9	н.д.	6,0	2,6	8,0	2,9	8,3	1,5
Бюджетные средства	20,4	19,1	19,6	13,2	19,6	13,3	17,4	10,9
в том числе из:								
федерального бюджета	5,8	3,4	6,0	2,7	6,7	4,0	5,1	2,0
региональных и местных бюджетов	14,6	13,8	13,6	8,6	12,1	8,0	11,3	7,1
Средства внебюджетных фондов	2,6	н.д.	2,6	1,2	0,9	0,6	0,8	0,5
Прочие заемные	18,3	н.д.	19,0	16,9	22,0	16,3	21,5	11,8

* Кредиты российских банков.

Источник: Росстат; Самарский облстат.

Наличие в области не одной-двух (как в большинстве регионов), а четырех-пяти групп создавало двоякие возможности для области — как потенциально позитивного, так и негативного характера. Крупные ИБГ, с одной стороны, в состоянии профинансировать крупные проекты, с другой — перебросить свои финансовые средства как через трансфертные цены, так и путем простой централизации прибылей в Москву или любой региональный проект.

Отметим, что Самара потенциально может претендовать на роль финансового центра наряду с двумя-тремя другими крупными городами страны, создавая условия для концентрации банковских услуг, выпуска облигационных займов, которые

не обязательно могли бы проходить через центральные офисы крупных московских банков. В состав первой сотни российских банков входит несколько банков области. При этом по некоторым показателям (доля кредитов предприятиям) мы наблюдаем тенденцию филиалов московских банков кредитовать самарскую промышленность даже в несколько большем масштабе, нежели это делают местные банки[1].

Финансовый потенциал региона — это сложный феномен, который требует определенного осмысления. Как и инвестиции, он складывается из амортизационных отчислений и прибылей отдельных предприятий, а также сбережений населения и сальдо бюджета области. При развитых финансовых рынках можно было бы рассчитывать на эффективное использование сбережений населения. В российских условиях это достаточно сложно: банковские кредиты ограничены размерами капиталов самих банков и регулированием ЦБ. Для крупного проекта больше бы подошел облигационный заем, но выпустить такой заем для решения региональных проблем очень сложно — пока даже предприятия прибегают к таким займам в очень ограниченных масштабах. Таблица 4.30, в частности, показывает не только самофинансирование предприятий области, но и то, что амортизация довольно устойчиво превосходит прибыль в соотношении 4:3. Если учесть то обстоятельство, что сбережения населения области близки по размерам к прибылям предприятий, то оказывается, что Самарская область обладает значительным собственным финансовым потенциалом.

Мы не затрагиваем здесь вопрос о вывозе капитала из области предприятиями, поскольку нет возможности учесть все финансовые потоки, в частности, трансфертные цены во многих крупных группах, оптимизирующих свои доходы и их концентрацию[2]. Укажем только, что если рассматривать Самарскую область как малую страну с открытой экономикой, то она имела бы значительное положительное сальдо торгового баланса. По таможен-

[1] См. Главу 12 «Банковская система» / Самарская область: от индустриальной к постиндустриальной экономике / Под уч.ред. А.П.Полетаева. М.: ТЕИС, 2006. С. 228–316.

[2] Эффект увеличения прибылей, показанных «АвтоВАЗом» и «ЮКОСом» в 2004–2005 гг., только подтверждает тот факт, что финансовая политика крупных компаний мало зависит от региональных факторов.

ным данным, экспорт за рубеж в 2003 г. составил порядка 4 млрд долл. при импорте менее 1 млрд долл. Понятно, что область при этом ввозила большой объем факторов производства (части для автомобилей, природный газ) из других регионов страны. Можно предположить, что предприятия концентрировали финансовые ресурсы в центрах прибыли вне области и инвестировали за ее пределами или за рубежом, поскольку такова специфика накопления в стране в целом. Можно считать, что предприятия области в целом реинвестируют свои видимые доходы.

Потенциал расширения финансирования проектов внутри области еще не использован полностью в отношении организованных и неорганизованных сбережений населения. Видимые сбережения в определенной степени вложены банками в форме кредитов, однако крупный надежный привлекательный проект мог бы, по всей видимости, привлечь средства населения. Рост сбережений населения может быть индикатором потенциального предложения кредитных ресурсов. Вопрос, как всегда, в том, как гарантировать сохранность средств, устойчивость проекта во времени, его прибыльность. Чем дальше пойдет развитие Самары как финансового центра, тем больше возможностей превращения сбережений в доступный кредит, особенно для малого и среднего бизнеса.

Заключение

Основные выводы о характере инвестиционной активности предприятий Самарской области сводятся к следующим:

- по удельным показателям инвестиций регион занимает если не ведущее, то достаточно высокое место среди российских регионов;
- норма накопления по отношению к объему ВРП, производимому в регионе, ниже средних значений по стране;
- структурные и абсолютные отличия инвестиционной деятельности в области по сравнению с другими регионами объясняются промышленной специализацией региона и, в частности, развитием машиностроения (главным образом, автомобилестроительного кластера предприятий);
- отраслевая структура инвестиций демонстрирует сохранение сложившейся специализации региона — концентрация

в машиностроении, нефтепереработке, нефтехимии, пищевой промышленности, что обусловливает воздействие на накопление отраслевых колебаний конъюнктуры;

- показатели инвестиционной активности зависят главным образом от инвестиционной политики крупнейших промышленных холдингов и компаний, контролирующих предприятия региона: в машиностроении — «АвтоВАЗ», в нефтепереработке — «ЮКОС», в пищевой промышленности — «Нестле», пивоваренные компании;
- в последние годы резко увеличилась роль вложений в транспорт, связь, торговлю — идет медленный, постепенный отход от чисто промышленной специализации региона;
- инвестиционная активность в сфере непромышленного (прежде всего, жилищного) строительства относительно ниже, чем можно было бы ожидать при существующем уровне доходов и потребления в области, имеющейся строительной базе и уровне развития промышленности строительных материалов;
- технологическая структура вложений имеет более прогрессивный характер, чем по стране и резко смещена в пользу оборудования, в том числе импортного;
- предприятия реинвестируют видимые доходы, но возможна определенная утечка капитала по трансфертным ценам, тем более, что крупные предприятия и группы осуществляют значительные вложения за пределами области;
- банковская система развита еще недостаточно, хотя есть потенциал трансформации Самары в более ярко выраженный финансовый центр, что позволило бы более интенсивно использовать сбережения населения;
- федеральные интересы состоят в снятии структурных препятствий для развития, что в среднесрочной перспективе должно способствовать развитию по крайней мере двух секторов региональной экономики: транспортного узла и авиакосмической промышленности.

Инвестиционный процесс в регионе оказывается под сильнейшим воздействием отраслевых (проектных) циклов. Но имеются постоянные факторы, стимулирующие рост накопления в области. К ним относятся:

- постоянная необходимость модернизации всей автомобильной промышленности, как сборки, так и производства компонентов;
- расширение транспорта, связи и торговли в одном из наиболее развитых и состоятельных регионов страны;
- специализация области в сфере химии и нефтехимии, пищевой промышленности и промышленности строительных материалов;
- сложившийся позитивный климат для иностранных инвесторов (на реально реализованных проектах), который мог бы быть подкреплен развитием инвестиционного имиджа региона, подготовкой площадок и дальнейшей работой с инвесторами;
- инновационная активность научного сектора, сохранившего свой потенциал;
- активность малого и среднего (производственного) бизнеса в области.

Можно выделить также несколько специфичных именно для данного региона факторов развития, которые могли бы привести к более широкому росту вложений в область и дальнейшему повышению благосостояния его населения. Это относится к более массовому строительству жилья экономического класса и работам по улучшению и расширению дорог, что способствовало бы значительному росту в строительстве и использованию сбережений жителей. Разумеется, как это было в предыдущие годы, параллельно должно идти размещение новых предприятий (с иностранным капиталом) как для роста рабочих мест и доходов жителей и бюджета, так и для поддержания темпа развития имиджа и статуса одного из самых привлекательных в инвестиционном отношении региона.

Стратегия такой развитой области в том и состоит, что она должна помимо ведущей автомобильной промышленности расширить и модернизировать химию, нефтедобычу и нефтепереработку, пищевую промышленность и промышленность стройматериалов как часть повышения своего промышленного потенциала. Сюда же следует отнести развитие транспортной инфраструктуры в сфере автомобильного и железнодорожного транспорта, авиатранспорта, мостового хозяйства. Такие инве-

стиции должны в будущем обеспечить не только и не столько развитие промышленности области, сколько расширение жилищного строительства, сферы услуг, здравоохранения, образования и культуры, туризма и рекреации, положительно воздействовать на качество жизни в регионе.

При такой постановке стратегических целей развития, инвестиционная составляющая, помимо дорог и жилья, могла бы включать средства массового семейного отдыха, культурных и иных услуг за пределами ведущих городов, с сохранением исторического и культурного своеобразия региона[1]. Это могло бы в дальнейшем частично повернуть потоки иностранных туристов на Волгу, но, что гораздо важнее для страны, создать в перспективе новый район для семейного, спортивного и культурного отдыха. Коммерческая выгодность для такой диверсификации региона в будущем для уравновешивания тяжелой промышленности не требует сложных доказательств. Предпосылки для такой трансформации за последнее десятилетие созданы, но этот шанс во многом зависит от приоритетов властей, а также от растущей активности конкурентов (в том числе вдоль Волги).

Стратегия развития региона неизбежно зависит от объема производственного и человеческого капитала, соответствия его структуры тому спросу, который предъявляется в реальной исторической обстановке. Инвестиции в область совершаются как местными компаниями, так и крупными ФПГ, в меньшей степени государственными органами. Для ускорения как промышленного, так и инновационного роста необходимы новые инвестиции, хотя и различного типа. Высокая эффективность и прогрессивная структура накопления позволяют оценивать уровень нормы накопления, достаточный для поддержания темпов прироста ВРП около 7% в год, в 20–22% ВРП в среднесрочном плане (с предельным коэффициентом равным 3). Это реалистичный уровень при условии соучастия основных игроков: крупных компаний, малого бизнеса, федеральных и региональных властей. Сравнительно низкий предельный коэффициент объясняется не ранней стадией

[1] См.: *Григорьев Л.М., Самовер Н.В.* История и культура Самарской области как фактор экономического развития // Аспекты регионального развития: взгляд из Самарской области — региона-лидера. М.: МОНФ, 2005. С. 210–230.

индустриализации (некапиталоемкая промышленность в ЮВА и т.п.), а наоборот, опорой на сложившуюся инфраструктуру и сдвиг в сектора услуг.

Разумеется, развитие больших транспортных проектов потребует определенного роста капитальных расходов. Поток капиталовложений в экономику Самарской области состоит из вложений предприятий различных отраслей различного размера. У них разные собственники, часто за пределами области, различные источники финансирования. В этом отношении возможность (как и в целом в стране) повышения нормы накопления в области определяется не одним-двумя проектами или игроками, а всей их совокупностью.

В автомобильной промышленности важны расходы самих компаний (при государственном регулировании) с целью повышения качества автомобилей и компонентов при усилении внешней конкуренции. Смена контроля на «АвтоВАЗе» может сигнализировать о переходе к новой управленческой политике. Качество продукции предприятия, колебания спроса, грядущее обострение конкуренции потребуют больших усилий и капиталовложений для поддержания конкурентоспособности крупнейшего машиностроительного предприятия страны.

Транспортные коридоры, мультимодальный контейнерный терминал, ключевые мосты предполагают сочетание использования средств области и бизнеса с вложениями федеральных властей, поскольку данные проекты решают важнейшие общенациональные задачи. Кооперация в рамках программ по Большой Волге может стать существенным толчком к росту в будущем.

Предприятия ОПК, космоса и авиастроения по-прежнему будут определяться промышленной политикой, лоббированием, поскольку от этого зависят федеральные заказы для загрузки имеющихся мощностей. Федеральная промышленная политика в сфере развития авиапрома и авиации будет играть большое значение. Перспективным будет — рано или поздно — производство малых самолетов.

Будущее химической промышленности будет связано с реализацией нескольких крупных частных проектов на базе одной из ведущих специализаций области, имеющегося опыта. В нефтедо-

бывающей промышленности должно происходить постепенное увеличение роли малых компаний, оптимальная выработка месторождений. Экологические ограничения на рост связаны с необходимостью больших вложений в ряде районов химических предприятий и НПЗ, федеральных программ в Чапаевске.

Инновационная сфера будет развиваться на базе институтов и вузов Самары и Тольятти, КБ предприятий автопрома и авиапрома. Активное участие администрации области в ФЦП по созданию технопарков и ОЭЗ призвано помочь инновациям.

Развитие малого бизнеса предполагает специальную налоговую политику, снижение административных барьеров. Но и просто помощь властей обычно дает положительные результаты, если удается защитить права собственности и уменьшить ренты.

Жилищное строительство в будущем могло бы опереться на собственные средства населения и на развитие ипотеки. Но главной целью должен стать переход от дорогого жилья к массовому экономичному строительству. Это должно быть увязано со строительством дорог и расширением сферы торговли и услуг.

Финансовые услуги могут стать одной из специализаций области вплоть до формирования финансового центра для привлечения местных и иных сбережений. Туризм и рекреация потребуют больших капиталовложений — создание масштабных условий для въездного туризма и массового семейного отдыха жителей области и приезжих. Этому способствовало бы создание ОЭЗ по рекреации на Волге. Проекту необходимы большие вложения, включая привлеченные частные средства и ресурсы на оздоровление населения страны из федеральных источников в будущем (например, в рамках «национальных проектов»).

Сочетание роста капиталовложений, восстановления добычи нефти (после падения на 25% по административным причинам в 2005 г.), реализация основных крупных проектов в химии и других отраслях, включая транспортные, в ближайшие пять лет позволит реализовать выход на траекторию быстрого роста.

Увеличение нормы накопления в ВРП области в долгосрочном плане зависит от расширения нового строительства дорог и жилья, что предполагает простоту и дешевизну доступа к земле. Самара

будет развиваться как логистический центр Среднего Поволжья, транспортный узел, сочетающий магистральные железные дороги, основные федеральные шоссе, речное сообщение. Все это предполагает переход от использования старых производственных и складских помещений к созданию современных сооружений большей эффективности при относительно малой стоимости.

Данная проблема является чрезвычайно серьезной, но ее решение упирается в несколько объективных факторов, находящихся вне контроля областных властей. Многие пропорции объективно формируются бизнесом вне контроля администрации: малыми и крупными компаниями, в особенности ФПГ. Привлечь внешние инвестиции и убедить крупные компании реинвестировать прибыли на территории области — это проблема не отдельного решения, а создания инвестиционного климата. Стратегия развития области должна исходить из режима общего постоянного благоприятствования бизнесу в области, хотя и не предполагает возможность драматического превращения одного региона в «инвестиционный рай» в течение нескольких лет. Успех области во многом зависит от федерального законодательства, страновых, политических и коммерческих рисков, а не только от областных властей.

Существенное увеличение нормы накопления региона возможно с помощью нескольких подходов. Во-первых, это увеличение бюджетного финансирования инфраструктурных (транспортных) и инновационных проектов в рамках национальных проектов. Уровень государственных инвестиций в РФ достиг очень низкой отметки, свойственной скорее развитому рынку типа США, где бизнес в состоянии взять на себя многие проекты с низкой годовой доходностью. Для области желательным является участие федерального центра в финансировании, как минимум, объектов, связанных с решением острых общенациональных проблем. Среди них — строительство автомобильного моста через Волгу для укрепления связи Европейской части страны с Сибирью, создание транспортного узла (включая контейнерный терминал) международного значения в конкуренции за грузовые потоки Европа — Азия, ОЭЗ в области инноваций, новой рекреационной зоны для среднего класса.

Большая определенность федеральной промышленной политики позволила бы более полно использовать инновационные возможности ОПК и особенно аэрокосмической промышленности. До сих пор Самарской области не удавалось в полной мере отстаивать свои интересы в отношении участия в ФЦП. Можно надеяться, что нынешний переход к решению долгосрочных проблем страны положительно скажется на ведущих регионах. Переход от простого (и не слишком эффективного) бюджетного перераспределения в пользу бедных к более сложной политике ускорения развития наиболее сильных, ведущих регионов поможет главному — адаптации страны к условиям глобальной конкуренции в XXI в.

В ядре инвестиционного процесса остаются крупные национальные и иностранные компании, которые развивают или создают производство и обновляют основной капитал. Этот процесс можно укрепить, прежде всего, с помощью развития финансового сектора региона, поскольку пока крупные банковские кредиты поступают от московских банков. Это могли бы быть также целевые внутренние облигационные займы на важные и рентабельные проекты.

Другой подход — это существенное изменение отношений между областью (в лице ее администрации и других политических и общественных организаций) с крупными компаниями, особенно ИБГ, производящими продукцию на территории области, но не производящими достаточных инвестиций в восстановление инфраструктуры, человеческого капитала, окружающей среды. Разумеется, компании платят налоги, создают рабочие места, но они не несут адекватных издержек по воспроизводству человеческого капитала. Переговоры с крупными компаниями — это специальная область, в которой позиции властей области могут быть укреплены в ходе общей тенденции формирования нормальных отношений между властью и бизнесом. Очевидно, что этот подход дополняет, а не конкурирует с остальными.

Наконец, третий подход — строго говоря, также комплиментарный, а не конкурирующий — состоит в серьезном улучшении инвестиционного климата в регионе и проведении более активной собственной инвестиционной политики не только в социальной сфере, но и в области строительства дорог, жилья и объектов

рекреации и туризма. В сфере жилищного строительства область нуждается в переходе от уровня менее 300 кв. м на 1000 жителей в год к уровню в 400–500 кв. м. Фактическая стагнация ввода нового жилья в условиях шестилетнего подъема не только свидетельствует о проблемах (монополизации) в отрасли. В отсутствие решения проблемы дорог и жилья осложняется привлечение мигрантов для развития производств, отдаляется возможность выхода на среднеевропейский уровень не только ВРП, но — главное — качества жизни населения области. Серьезным преимуществом программ строительства дорог, жилья, музеев и туристических объектов является то, что как в процессе строительства, так и в использовании они создают рабочие места, обеспечивают заказы и доход жителям области, ее фирмам и бюджету.

В целом экономика Самарской области нуждается в определенной поддержке со стороны федеральных властей, в том числе финансовой, чтобы сделать значительный шаг вперед в реализации крупных проектов, решении нескольких общенациональных задач огромной важности в области авиации, транспорта, рекреации и др. В то же время стабильный инвестиционный климат позволяет рассчитывать на эффективное использование средств федерального центра и компаний в регионе с мощной промышленной и инновационной базой. Речь идет об амбициозной идее трансформации промышленного «советского» региона в европейский анклав на Волге со стандартами жизни, приближающимися в ближайшее десятилетие к уровню стран Восточной и Центральной Европы.

Проблема улучшения условий инвестирования состоит в том, что объективно Самарская область уже достигла больших успехов в улучшении своего инвестиционного климата, создала собственное оригинальное законодательство по поддержке бизнеса. Однако у нее сохраняются определенные проблемы, свойственные всей стране в переходном периоде (преступность, коррупция, административные барьеры). Серьезный прорыв в повышении качества институциональной среды предполагал бы существенное общее улучшение инвестиционного климата региона, что включает в себя не только меры финансовой поддержки, но и снижение административных (включая коррупцию) издержек входа на рынок как крупного, так и малого бизнеса. Защита прав собственности, высокая деловая этика, определенность выполнения кон-

трактов, низкий уровень экономических преступлений, личная безопасность — все это вместе создает тот уникальный инвестиционный плацдарм, который привел к приходу больших масс иностранного капитала в страны Центральной и Восточной Европы с уровнем развития не столь уж далеким от уровня Самарской области: например, Словакии, Прибалтийских государств, Польши. Повышение качества жизни до «туристического» уровня для массы граждан, низкая преступность, высокая культура — сочетание таких факторов и есть эквивалент высокого качества инвестиционного климата. Достижение таких стандартов деловой среды сделало бы Самарскую область европейской витриной России.

4.14. Инвестиционный процесс: старая проблема на будущее[1] (2009)

Процесс накопления в России после транзиционного кризиса так и не успел сформироваться до того самоподдерживающегося состояния. В этом случае модернизация базировалась бы уже на естественных стимулах компаний. Смещенный характер корпоративного контроля помешал это сделать в начале 2000-х годов. А тяжелый инвестиционный климат препятствовал целому ряду важнейших проектов — как инновациям, так и инфраструктурным инвестициям. Вместе с неадекватностью финансовой системы это породило в годы подъема (особенно в 2006–2008 гг.) «карусель» вывоза прямого капитала и обратного его заимствования за рубежом в портфельной форме. Именно эта структура финансирования создала тяжелые проблемы в России в ходе Мирового финансового кризиса и развернувшейся Промышленной рецессии 2008–2009 гг.

Мировой кризис уже к весне 2009 г. привел к резкому снижению мировых капиталовложений в связи с резким и быстрым снижением производства, кризисом жилищного строительства и параличом кредита. Если в «обычных» рецессиях снижение капиталовложений начиналось позже, то в данном случае инвестиции падают очень быстро, снижается экспорт промышленного оборудования и кризис передается в отрасли машиностроения. Россия намеревалась развернуть огромную программу инфраструктурных инвестиций на средства от нефтяной ренты, то по счастливой случайности — кризис пришел раньше — не успела это сделать.

Промышленная рецессия в России вызовет уже в 2009 г. снижение капиталовложений на 15% со снижением нормы накопления с 21% в 2007–2008 гг. «назад» до 17% ВВП. Программы инфраструктурного развития будут в большой мере приостановлены, ограниченность государственных ресурсов и сжатие кредита сдержит и частные инвестиции в промышленность и другие отрасли.

[1] *Григорьев Л.* Инвестиционный процесс: старая проблема на будущее / Стратегии социально-экономического развития России: влияние кризиса. В 2 ч. Ч. 2. Коллектив авторов. М.: Экон-Информ, 2009. С. 42–67.

Инвестиционный процесс в рыночном хозяйстве — один из наиболее интересных и сложных объектов исследования. Он хуже всего поддается прогнозированию, особенно в кризисных фазах. Изменения спроса, стоимости капитала, параметров внутренней устойчивости фирмы всегда порождали резкие колебания объемов инвестиций наряду с прибылями, курсами акций, процентными ставками, хотя их взаимосвязи менялись по мере развития и усложнения рыночного хозяйства. В период затянувшегося трансформационного кризиса резкий спад инвестиций и растущий износ фондов в России оказались одними из самых серьезных проблем. В условиях длительного экономического подъема они приобрели еще большее значение, поскольку от их решения зависит успешность страны в глобальной конкуренции[1].

Вложения в основной капитал определяют капиталоемкость экономики и выступают базой ее модернизации. Наращивание инвестиций — одна из первоочередных задач для поддержания высоких темпов экономического роста. Сохранение высокой инвестиционной активности и резкий рост инвестиций в основной капитал — важный приоритет государственной экономической политики. Вместе с тем нередко упускается из вида вопрос об источниках финансирования вложений, их структуре, стоимости привлечения и устойчивости финансовых потоков.

Собственные средства предприятий являются одним из главных источников финансирования любых инвестиций, так как их использование характеризуется минимальными издержками по сравнению с другими вариантами. По данным за 2007 г., около 42% инвестиций в основной капитал в России финансировалось за счет собственных средств предприятий, тогда как в 2000 г. эта доля достигала 50%. Даже при самых благоприятных условиях собственные ресурсы предприятия ограничены размерами текущей прибыли и амортизации. Если норма прибыли на осуществляемые инвестиции выше стоимости привлечения капитала, то рационально заимствование средств из внешних источников. Сохранение высоких темпов инвестиционной активности фактически подразумевает расширенное их использование. Отметим, что в большинстве стран мира бюджетные инвестиции не превышают 3–4% ВВП. В российских условиях обоснованны сомнения

[1] Том 1 Разделы 1.3 и 1.5 данного издания.

в экономической эффективности бюджетных инвестиций по сравнению с вложениями частного сектора. На фоне подъема 2000-х годов целый ряд проектов не получал финансирования, причем главным образом в области инфраструктуры и машиностроения; для них требовались прежде всего долгосрочные облигационные займы[1].

К середине 2008 г. загрузка мощностей в ключевых отраслях промышленности и экономики в целом близка к критической — дальнейшее развитие возможно только на основе эффективных вложений и модернизации производственных активов (см. рис. 4.20).

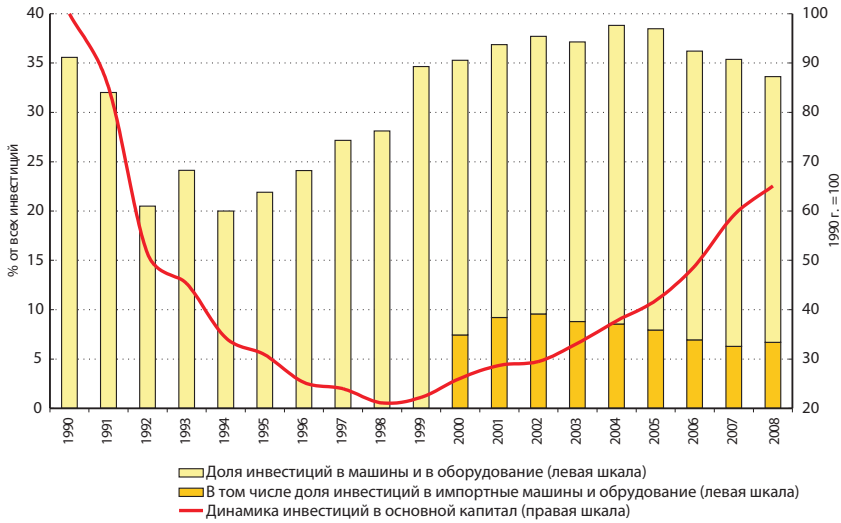

Рис. 4.20. **Динамика инвестиций в основной капитал и доля инвестиций в машины и оборудование в общем объеме инвестиций, 1990–2008 гг.***

* 2008 г. — оценка.

Источник: ФСГС, расчеты ИЭФ

Задача трансформации инвестиционного процесса при переходе от планового хозяйства к рыночному в нашей стране все еще не решена. Потребление населения, государственные расходы, экспорт и импорт могут осуществляться и в самой неблагопри-

[1] См.: *Григорьев Л. М., Гурвич Е. Т.* Проблемы накопления // Стратегия России. 2005. № 5.

ятной институциональной среде, но для инвестиций требуется сложная комбинация факторов как внутренних (для фирмы), так и внешних. Только очень наивные реформаторы и официальные оптимисты ожидали инвестиционного бума в России в 1990-е годы при сокращении ВВП страны на 43%. Объем реальных инвестиций уменьшился в этот период примерно вчетверо, что во многом определило подобное снижение ВВП[1].

Столь глубокое падение реальных инвестиций отражало не только их низкую эффективность в плановой экономике, но и гипертрофированное развитие оборонного сектора. Во время любого кризиса именно инвестиции сокращаются сильнее всего, поскольку они финансируются в значительной мере за счет прибыли и займов и направлены на будущее увеличение дохода при принятии серьезного коммерческого (и не только) риска. Как показывают расчеты, единственным аналогом российского кризиса 1990-х годов была Великая депрессия в США в начале 1930-х годов, когда объем инвестиций снизился также на 80%, что свидетельствует о системном характере обоих кризисов[2].

Сегодня сложился определенный баланс интересов ведущих секторов экономики в отношении ряда ключевых проблем экономической политики, отражающий характер и структуру экономики — по ВТО, по приватизационной амнистии, по росту цен на тарифы естественных монополий (по соглашению с ЕС 2004 г.), по экспорту прямого российского капитала[3]. По другим вопросам — особенно по налогам, многим аспектам региональной и промышленной политики, налогообложения — споры вокруг интересов различных сегментов бизнеса продолжаются в контексте будущей Стратегии страны, но уже после рецессии.

[1] Норма накопления в СССР достигала фактически 50% при низкой эффективности. Хотя формально она равнялась примерно 25%, но цены на инвестиционные товары были занижены так же, как завышены на потребительские товары. Конечно, сейчас в России не стоит задача восстановления такой высокой нормы накопления.

[2] Наблюдение и расчеты д.э.н. А.В.Полетаева.

[3] См.: *Григорьев Л., Плаксин С., Салихов М.* Посткризисная структура экономики и формирование коалиций для инноваций // Вопросы экономики. 2008. № 4.

Неустойчивость корпоративного контроля и накопление

В ходе трансформационных процессов для эффективного накопления должны выполняться два важнейших условия: наличие защищенных прав собственности и обеспечение макроэкономической стабильности. Но инвестиционный процесс разворачивается в полной мере лишь после того, как сформируется вся система рыночных стимулов для накопления капитала на микроуровне: контроль эффективных собственников над добросовестными менеджерами; стратегические планы повышения стоимости фирмы после приватизации; конкурентная обстановка; кредит и устойчивые правила регулирования (налоги и пр.).

Фирмы могут приспособиться к той или иной системе стимулов, которую часто называют инвестиционным климатом, но это нередко сопряжено с издержками, рисками, потерями. Его специфика определяет смещение направлений и интенсивности накопления по отраслям, регионам, типам бизнеса. Инвестиционный климат может устраивать те или иные сегменты бизнеса, но не соответствовать планам правительства и надеждам страны, например, на модернизацию. Следует учитывать, что структура собственности, тип корпоративного контроля оказывают собственное воздействие на принимаемые решения.

Обычно в начале трансформации на первый план выходила задача макроэкономической стабилизации. Она выступала в качестве панацеи, поскольку по умолчанию предполагалось «рыночное» поведение экономических агентов в отношении не только производства, ценообразования и торговли, но и инвестирования. Разумеется, важно было внутреннее поведение фирм после приватизации: характер распределения собственности, интересы «контролёра», корпоративный контроль и цели фирм[1]. Позднее в качестве актуальных назывались задачи создания благоприятного инвестиционного климата и конкурентной среды.

Ключевая проблема переходного периода — одновременное формирование частной собственности и корпоративного

[1] Под «контролером» в условиях переходного периода мы пониманием явного или скрытого держателя права принятия ключевых хозяйственных решений, включая право отчуждения активов, — эквивалент держателя контрольного пакета в обычном рыночном хозяйстве.

контроля, с одной стороны, и конкурентной среды — с другой. Польский опыт подтвердил значение последней даже для предприятий, оперирующих в рамках государственной собственности. Как показывает российский пример, может пройти десятилетие после активной фазы массовой приватизации, прежде чем инвестиции начнут быстро расти. Устойчивость и защищенность прав собственности — главное в зрелом рыночном хозяйстве. В нашей стране после относительной стабилизации макроэкономической сферы в 2000-х годах процесс накопления все еще находится под воздействием «специфики российского капитализма»[1]. Ему присуща высокая концентрация собственности в ведущих компаниях, частных или государственных, которые включаются в глобальную конкуренцию. Попытка приватизации многих советских вертикально интегрированных компаний по частям оказалась потерей времени: потребовались «лишние» пять-семь лет, чтобы они реинтегрировались на базе высококонцентрированных советских активов.

Путь формирования российского капитализма был весьма своеобразным, и результат все еще далек от тех моделей, которые предположительно принимались за образец[2]. Можно сформулировать несколько важнейших особенностей российского капитализма 1990-х — начала 2000-х годов, которые наряду с другими проблемами отрицательно повлияли на внутренние процессы корпоративного контроля и соответственно накопления.

Во-первых, приватизация — это в первую очередь спецификация прав собственности, позволяющая их новым обладателям получить гарантии неприкосновенности данных прав и быть уверенными в получении будущих доходов от новых инвестиций. Но в России был применен метод максимальной деспецификации, а вновь обеспечить четкие права собственности намного труднее. Это привело к слабости корпоративного контроля, формированию и сохранению огромных контрольных пакетов (75%), необходимых для перепродажи и предотвращения насильствен-

[1] См.: *Григорьев Л.М.* Проблемы собственности: от перестройки до передела // Пути России: двадцать лет перемен. М., 2005.

[2] См.: *Григорьев Л.М.* Программы приватизации 90-х годов // Права собственности, приватизация и национализация в России / Под общ. ред. В.Л.Тамбовцева. М.: Фонд «Либеральная миссия»; Новое литературное образование, 2009.

ных поглощений и недобросовестных захватов. Западный опыт свидетельствует о достаточности для эффективного управления и инвестирования гораздо более низких их значений, в частности «блокирующий пакет» в 25%+1 акция — довольно редкое явление в мире. Попытки консолидации контроля до 75% предпринимались в условиях экономического подъема, приводили к сокращению свободного обращения акций и возможностей использования фондовой биржи как источника финансирования.

Во-вторых, распространенность феномена «квазискрытого» собственника, который представлен в советах директоров компаний доверенностями от оффшоров. «Контролер» активно укрепляет свои позиции, распоряжается и пользуется активом. Его интересы изначально далеки от инвестирования и риска, ему необходимо удержание «захваченного» актива в течение как можно более длительного срока, так как важно убедиться в своем легитимном владении им. Наличие номинальных офшорных собственников обусловливает заграничный характер операций по покупке и слияниям компаний, мало затрагивая (во всяком случае, непосредственно) процессы внутреннего реального накопления.

В-третьих, присутствие явных и неявных «соучастников» приватизации (вместо, например, пенсионных фондов) в контроле над производственными активами, которые претендуют на долю в доходе (ренту). Часто они участвовали в приватизации или лично ей способствовали, но не смогли заявить легальные права и стать акционерами. Такие субъекты продолжают предъявлять свои права на доход в качестве скрытого кредитора или портфельного инвестора (в их числе могут быть бывшие и действующие чиновники, теневые фигуры, местные администрации). Это увеличивает выплаты из дохода предприятий, вынуждает их уходить от налогообложения, затрудняет принятие эффективных решений о реструктуризации и инвестициях.

В-четвертых, затянутость приватизации в силу исходной неопределенности прав собственности и ее переход в фазу перераспределения владений. Волны банкротств начала 2000-х годов сменились рейдерскими захватами, потом возникла тенденция к ползучему огосударствлению. Сюда же можно добавить ложные банкротства, злоупотребление материальным и процессуальным правом в корпоративных конфликтах.

В-пятых, недостаточная распространенность владения акциями среди населения страны, что определяет и низкую легитимацию собственности, приобретенной в процессе приватизации. Как следствие, крупная частная собственность, особенно в отраслях природных ресурсов, не воспринимается гражданами как легитимная[1]. Это сдерживает осуществление значимых проектов, так как в условиях подобной неопределенности позиции реальных собственников перед атаками рейдеров всех типов становятся уязвимыми. При не всегда ясных правах владения, различных нарушениях на разных стадиях переходного периода появляются новые игроки, которые используют в том числе и административные ресурсы, чтобы потребовать своей доли и принять участие в дележе старых активов.

Главные проблемы здесь — сильные стимулы у многих «соучастников» и представителей бизнеса к ориентации на преимущества, не связанные с производством богатства и новой стоимости (рентоориентированное поведение), сохранение высоких рисков у собственников, маскировка собственности и доходов. Отсюда оптимизация владения портфелями активов как фирмами, так и индивидами: высокодоходные и высокорисковые активы в России балансируются низкодоходными и низкорисковыми активами за рубежом.

Множество собственников получили активы по нулевой оценке без обременений, и у них искажается система стимулов к максимизации текущей стоимости фирмы, велики издержки защиты этого актива вместо его развития. Намного легче актив перепродать для реализации приватизационных выигрышей, пока не будет достигнута рыночная стоимость актива, чем нести коммерческие и иные риски стратегического инвестора. В более развитой рыночной экономике инвестиционные банки или рейдеры могут покупать актив для его перепродажи по частям. Новый собственник в силу асимметрии информации понимает стоимость своего актива и сопротивляется следующему захвату, пока не получит значительный выигрыш.

Фактически это частный случай Q-ratio У.Тобина — рыночная оценка актива на первом этапе после приватизации намного ниже, чем его воспроизводственная оценка. Деятельность иностранного

[1] См.: *Капелюшников Р.* Собственность без легитимности? // Вопросы экономики. № 3. 2008.

капитала в России была ограничена, поскольку «иностранцам» не позволили участвовать в приватизации. Только спустя полтора десятилетия Ку-норма для ведущих компаний страны вышла на более или менее «нормальный» уровень, хотя российские активы, как правило, все еще недооценены по сравнению с аналогичными компаниями за рубежом. С этого момента капиталовложения начинают играть присущую им роль, а перепродажа активов постепенно перестает приносить сверхприбыль.

Наконец, отметим расхождения в интересах и возможностях различных видов фирм, в частности крупного и малого бизнеса. Они воспринимают инвестиционный климат по-разному (см. табл. 4.31). Там, где малый бизнес является явной жертвой коррупции, крупный — может оказаться как объектом административной коррупции 2, так и субъектом захвата государства[1]. Доступ к кредиту для российского крупного бизнеса, если возникают проблемы внутри страны, обеспечивается и на еврорынках, что вряд ли возможно для малого. Таблица указывает на различие интересов разных групп бизнеса и на необходимость учета этой специфики в инвестиционной политики.

Таблица 4.31

Типы бизнеса и характеристики инвестиционного климата

Тип фирмы / факторы	**Норма прибыли**	**Коррупция**	**Налоги**	**Цена кредита — доступность**
Малый и средний	Высокая	Ощутимая	Высокие	Высокая — ограниченная
Большой дома	Высокая	Преодолимая или захват	Высокие, меняются	Довольно высокая — недостаточная
Большой вовне	Низкая	Низкая	Высокие, стабильные	Низкая — достаточная
Иностранный при ввозе	Очень высокая	Проблема	Высокие	Низкая — с учетом рисков
Инфраструктура дома	Низкая	Высокая	Высокие	Довольно высокая — ограниченная

[1] См.: *Григорьев Л., Овчинников М.* Коррупция как препятствие модернизации (институциональный подход) // Вопросы экономики, № 2, 2008.

Отсутствие последовательной инвестиционной политики в прошлые годы свидетельствует о том, что в России де-факто реализовывался сценарий «Инерционного» развития. В то же время огосударствление ряда крупных компаний и отраслей экономики означает скорее переход к осуществлению сценария «Мобилизация». Только сейчас после огромной потери времени и многократной перепродажи приватизированных активов наблюдаются признаки определенного улучшения ситуации в инвестиционной сфере. Потеряно время и эффективными хозяевами, которые и будут вести накопление, оказываются де-факто только вторые-третьи хозяева и на десятилетие позже[1]. Но если мы хотим двигаться в направлении сценария «Модернизация», требуются меры по комплексному изменению характера корпоративного контроля и совершенствованию правового и делового климата в стране.

Структура накопления и накопленные проблемы

За два года (2007–2008 гг.) величина капиталовложений в России возросла примерно на 30%. До этого в течение семи лет экономического подъема они также росли быстрее динамики ВВП (в среднем на 10–11% ежегодно), но от столь низкого уровня, что их объем все еще далек от предкризисного значения. Норма накопления впервые достигла нормального (для большинства стран) показателя — 21% (см. табл. 4.32). Но в странах Центральной и Восточной Европы на него вышли 10 лет назад. Условий для интенсификации инвестиционного процесса в стране раньше не было — потеря времени оборачивается большей нагрузкой на текущие вложения как для обновления, так и для развития производственных фондов, инфраструктуры и человеческого (управленческого) капитала.

И инвесторы, и наблюдатели согласны с тем, что в России сложился не очень благоприятный инвестиционный климат. Из этого можно сделать два вывода. Первый состоит в том, что вопреки тяжелейшему кризису либерализация коммерческой

[1] Это означает, что приватизационные выигрыши в течение десятилетия шли не в бюджет или накопление, а на личное потребление или — точнее — в западную финансовую систему.

деятельности освободила экономику от плановой «смирительной рубашки» и удержала накопление на уровне выше 16% ВВП. Второй вывод: если полтора десятилетия нет инвестиционного бума, то, значит, не сформировалась связка «корпоративный контроль — конкурентная среда». При этом инвестиционный процесс шел в естественных рамках, что позволяло расширять применение все более «нормальных» методов экономического анализа[1].

Таблица 4.32

Основные показатели инвестиционных процессов в экономике России, 2000–2008 гг. (млрд руб.)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
ВВП (трлн руб.)	7,3	8,9	10,8	13,2	17	21,6	26,9	33,1	42,5
Валовое накопление основного капитала	1232	1689	1939	2432	3131	3837	4981	6982	9151
Инвестиции в основной капитал	1165	1505	1762	2186	2865	3611	4581	6385	8619
Иностранные инвестиции	308	416	620	911	1167	1517	1498	2813	2593
Прямые иностранные инвестиции	125	116	125	208	271	370	372	639	729
Справочно, % ВВП									
Валовое накопление основного капитала	16,9	18,9	17,9	18,4	18,4	17,7	18,4	21,0	21,5
Сбережения	34,2	31,1	31,9	33,1	33,8	34,5	34,2	34,2	34,8
Иностранные инвестиции	4,2	4,7	5,7	6,9	6,8	7,0	5,6	8,5	6,1
Прямые иностранные инвестиции	1,7	1,3	1,2	1,6	1,6	1,7	1,4	1,9	1,7

* Оценка.

Источники: Данные ФСГС, оценки ИЭФ.

При изучении нынешнего и будущего состояния инвестиционного процесса в стране большую роль играют факторы

[1] См. *Дробышевский С., Радыгин А. и др.* Инвестиционное поведение российских предприятий / Научные труды ИЭПП. 2003. № 65Р.

структурных сдвигов и времени. Всякий кризис рыночного хозяйства в течение нескольких лет приводит к переоценке спроса и рыночной эффективности, перераспределению ресурсов. Как показал мировой кризис середины 1970-х годов, при резком сломе ценовых показателей происходит структурный кризис. После этого экономический рост идет уже в рамках новой структуры спроса, загрузка старых мощностей крайне неравномерна, капиталовложения направляются в иные отрасли и регионы. Естественно, столь же сильные эффекты наблюдаются в ходе трансформационного кризиса. Открытие российской экономики и изменение относительных цен в ней были намного более глубокими, чем в мировом рыночном хозяйстве при повышении цен на нефть в 1974–1985 гг. В текущем кризисе 2008 г. ярко выражена структурная составляющая и сознательные попытки государственной политики ведущих стран перейти к энергосберегающему типу развития. Успех будет зависеть от объективных обстоятельств, длительности и масштаба кризиса, ценовых параметров.

При затяжном кризисе фактор времени начинает играть самостоятельную роль. Продолжительность транзиционного кризиса в России существенно отразилась на ее развитии. На старте трансформации она отставала от развитых демократий по большому числу параметров и к тому же должна была нести дополнительные издержки переходного периода. Но масштабы таких издержек и тяжесть последствий кризиса, как и социальные издержки и потери человеческого капитала, сказались на ходе трансформационных процессов. Накопившаяся почти за 20 лет потребность во вложениях в воспроизводство основных фондов требует немедленных решений и поиска соответствующих институциональных форм. В первую очередь это относится к стареющим инфраструктурным отраслям, нарастающей угрозе отказов инженерных сетей, перерыву в воспроизводстве машиностроительной базы[1]. Если инвестиционный климат не обеспечивает жизненно важных капиталовложений, то их все равно нельзя отложить до его улучшения. Только в 2007–2008 гг. перед

[1] См., например: *Белоусов А.Р.* Эволюция системы воспроизводства российской экономики. М., 2006. С. 71.

самым кризисом начался поворот к созданию институтов и инструментов развития[1].

Отраслевая направленность инвестиций в отсутствие какой-либо ясной промышленной политики оказалась вполне стихийной. В ней проявились — в условиях «раннего» российского капитализма — основные рыночные факторы: сбыт и прибыль. В этом смысле 2000–2007 гг. стали фактически «чистым экспериментом» по развитию региональной и отраслевой структуры экономики при отсутствии сколько-нибудь выраженной промышленной и региональной политики. Разумеется, в постсоветский период компенсирующие инвестиции шли именно в те отрасли, которые оставались недоинвестированными при плановом хозяйстве, — транспорт, связь и торговлю (23,5% в 2006 г.), а также в строительство и недвижимость (19,6%).

Выручка предприятий соответствующих отраслей отражает фактическую структуру рынка, определяющую направления инвестиций, во всяком случае из собственных средств. Государственные (безвозвратные) средства можно вкладывать в расчете и на более отдаленные эффекты. Выручка крупных и средних предприятий выросла в 2005–2007 гг. с 952 млрд долл. до 1619 млрд долл. В 2007 г. нефтегазовый комплекс заработал 193 млрд долл., но значительный объем доходов был реализован через оптовую торговлю, выручка которой достигла 350 млрд долл. Машиностроение (109 млрд долл. в 2007 г.) по-прежнему уступает и розничной торговле (112 млрд), и металлургии с транспортом (по 127 млрд долл.). Еще хуже положение в сельском хозяйстве и пищевой промышленности — их выручка составила соответственно 25 млрд долл. и 69 млрд долл.

Прибыльность предприятий в российской экономике более высокая в тех же отраслях и, разумеется, в связи, торговле, а также в экспортных секторах — нефтегазовом и металлургическом, которые поддерживают и усиливают проявление симптомов «голландской болезни» (см. рис. 4.21).

[1] Институты и инструменты развития (будь то банки или гарантированные облигационные займы) не могут стать эффективными немедленно — нужен опыт отбора проектов, нужна жесткость в оценке и сопровождении (подавление коррупции) и нужна истории возврата займов, позитивная история успеха, что бы тот или иной подход мог бы быть «тиражирован» и развит до таких масштабов, которые могли иметь ощутимый эффект развития.

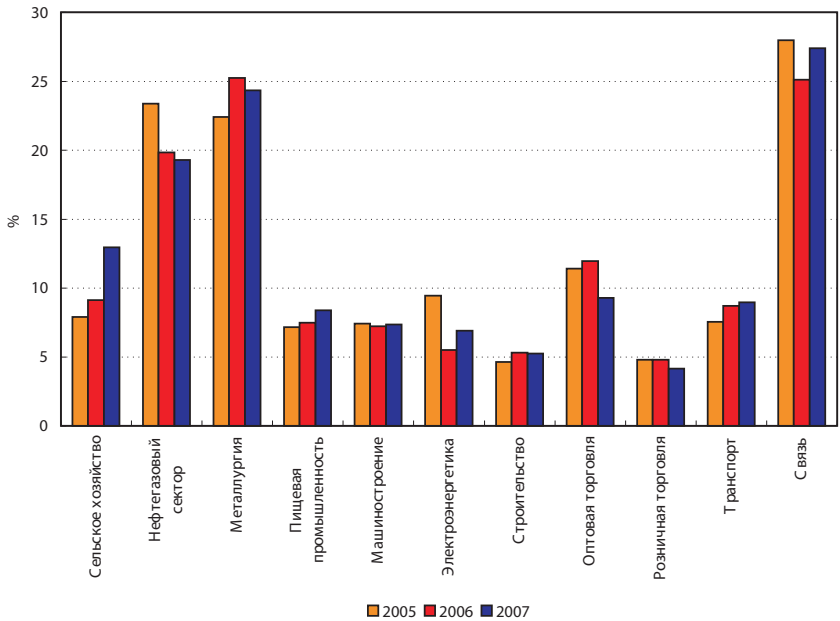

Рис. 4.21. **Рентабельность продаж крупных и средних предприятий, 2005–2007 гг. (в %)**

Перед кризисом инвестиционный процесс в России формировался под влиянием объективных условий спроса и структуры активов, рентабельности бизнеса (см. табл. 4.33). При больших вложениях в отрасли с короткими инвестиционными циклами и высокой рентабельностью сложился по существу сценарий «Инерция», в рамках которого крупные инвестиционные проекты могли осуществлять только госкомпании и Всемирный банк (более эффективная разновидность государственного финансирования).

Наука и машиностроение по-прежнему вкладывают намного меньше прошлого и ожидаемого. Им трудно как занимать, так и финансировать инвестиции за счет собственных средств. Эти отрасли, наиболее пострадавшие в ходе транзиционного кризиса, не могут выкарабкаться из инвестиционной «ямы» из-за недостаточного спроса на свою продукцию, потери рынков и кадров и финансовых проблем. Новый кризис тормозит возобновление процесса модернизации отраслей машиностроения — период подъема оказался упущенным.

Таблица 4.33

Структура инвестиций в секторах экономики по крупным и средним компаниям, 2005–2008 гг. (млрд долл.)

	2005	2006	2007	2008	2008, % к итогу
Всего	2688	3533	4908	6272	312,4
Сельское хозяйство	79	147	206	235	11,7
Лесное хозяйство	7	6	8	8	0,4
Рыболовство, рыбоводство	3	4	3	3	0,1
Промышленность	1092	1467	2048	2633	131,1
Добыча полезных ископаемых	409	612	850	1041	51,8
угольная	34	40	52	0	0,0
нефтегазовая	376	572	797	1041	51,8
горнорудная	47	53	75	91	4,5
Обрабатывающая	473	578	771	1034	51,5
пищевая	84	105	135	151	7,5
легкая	3	4	6	7	0,3
лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная и полиграфическая	34	32	44	65	3,3
химическая и нефтехимическая	56	79	106	126	6,3
нефтепереработка	42	53	72	102	5,1
промышленность строительных материалов	41	41	76	124	6,2
металлургия	132	158	179	256	12,8
машиностроение	57	74	116	156	7,8
прочее	24	32	37	47	2,3
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	210	277	427	558	27,8
электроэнергетика	125	162	290	396	19,7
Строительство	79	118	120	150	7,4
Торговля	75	103	144	169	8,4
Транспорт	594	755	989	1371	68,3
Связь	179	193	251	257	12,8
Финансовое посредничество	36	38	62	75	3,7
Операции с недвижимым имуществом	30	38	71	94	4,7
Научные исследования и разработки	17	22	27	32	1,6
Здравоохранение и образование	110	162	245	300	14,9
Прочее	388	482	736	946	47,1

* Оценка.

Источники: Данные ФСГС, оценки ИЭФ.

Постепенный рост жилищного строительства был неизбежен в стране с относительно низкой обеспеченностью населения жильем (около 20 кв. м на человека), но развитие жилищного строительства упирается как в финансовые, так и институциональные препятствия[1]. Реализация инфраструктурных проектов тормозится в силу того, что предполагает отвлечение огромных средств при сравнительно низкой норме рентабельности. Несмотря на появление национальных проектов и новых региональных и отраслевых стратегий, страна так и не сумела решить проблему резкой активизации инвестиционной деятельности: абсолютные объемы капиталовложений остаются относительно невысокими, немало важнейших отраслей находятся на «голодном инвестиционном пайке». Такая ситуация толкала Россию от сценария «Инерция» к сценарию «Мобилизация» — быстрым массированным вложениям «любой ценой», включая использование финансовых ресурсов бюджета. В существующих программных документах рост нормы накопления идет очень быстро с 21% до 31% ВВП в год. Но пока вложения в собственно модернизацию еще очень ограничены. Большие инфраструктурные и энергетические программы в условиях отраслевого и регионального лоббизма быстро приобрели грандиозный характер. Перед кризисом возникли явные проблемы для ресурсного (рабочая сила, металл, цемент, оборудование, транспорт) обеспечения одновременного роста строительства массы крупных объектов, часто в удаленных районах. В качестве некоторого утешения в условиях рецессии можно отметить, что она предотвратила возможное неэффективное использование финансовых ресурсов.

Финансовый сектор: иллюзия адекватности[2]

Размах и роль кредита оказывает большое влияние на экономический рост. На ранней стадии развития в сложных правовых условиях банковский сектор способен функционировать благодаря тому, что банкиры хорошо знают клиентов. При больших

[1] См. Пути развития системы управления жилищным фондом России / Под ред. Л.М.Григорьева, А.Е.Шаститко. М.: Макс-Пресс, 2009.

[2] *Григорьев Л.М., Гурвич Е.Т., Саватюгин А.Л.* Финансовая система и экономическая развитие // МЭиМО, 2003. № 7; *Григорьев Л.М.* Современное состояние развития финансовых рынков в России / Финансовая система России и экономический рост. М.: МОНФ, 2006. № 173.

масштабах экономики возникает потребность в более долгосрочном и значительном капитале. Это предполагает существенное улучшение контрактного права, совершенствование надзора и регулирования, общее укрепление правовой среды. Важнейшим фактором финансирования становятся долговые долгосрочные инструменты.

Но в России сроки кредита остаются небольшими (около двух-трех лет — даже для корпоративных облигаций). Наша страна экспортирует прямой («длинный») капитал и импортирует портфельный — «короткий». Но мощность отечественной банковской системы все еще слабая: многие крупные займы российских компаний (в частности в энергетическом секторе) не могли быть профинансированы на внутреннем рынке, во всяком случае банками из-за их низкой капитализации и надзорных ограничений. Быстрый рост активов скрывает потерянные годы и создавал до недавнего времени иллюзию адекватности системы.

В России восстановление и рост финансовых институтов и рынков после кризиса 1998 г. были хотя и значительными, но недостаточными. Полноценного реструктурирования финансовой системы не было проведено, так что в текущем кризисе только три государственных банка оказались достаточного размера, чтобы обеспечивать стабильность системы. Даже рост банковского капитала в 2007 г. на 57% и активов — на 44% надо оценивать осторожно. Сложилась парадоксальная ситуация: все регуляторы финансовых рынков докладывают об успехах в соответствующих секторах; одновременно страна с огромным экспортом капитала: размещение за рубежом накопленных международных резервов ЦБ и средств бывшего Стабфонда. Прямые иностранные инвестиции российского бизнеса (что само по себе полезно[1]) заимствовали все большие объемы средств из-за рубежа. При развитии собственной финансовой системы займы на развитие могли бы быть в национальной валюте и не создавать такого давления на ее курс. В 2007– начале 2008 гг. впервые возник чистый импорт капитала, что, правда, стало фактором ускорения накопления. Российская финансовая система уникальна: вряд ли можно найти другой пример попытки масштабной модернизации, которая сопровождалась

[1] См.: *Хейфец Б.* Внешний сектор российской экономики // Вопросы экономики, 2007. № 11.

бы экспортом капитала в фазе подъема на уровне 10 процентных пунктов ВВП в течение ряда лет.

За несколько лет подъема сформировалась специфическая система финансирования: развитые страны с низкими инфляцией и ставками кредитуют нашу экономику с более высокими темпами роста и инфляцией. Она позволяла западным финансовым институтам повышать норму доходности для своих инвесторов. В России она дала возможность денежным властям накапливать рекордные валютные резервы и при этом полагать, что финансовый сектор способен удовлетворить растущие потребности экономики в кредитных ресурсах. Функционирование этой системы и было нарушено финансовым кризисом 2008–2009 гг.

Даже после 8-летнего экономического подъема нельзя говорить о зрелости финансовой системы страны. Наблюдаются очевидные признаки серьезных проблем в финансировании капиталовложений: высокие процентные ставки для некоторых видов бизнеса; короткие сроки облигационных займов; недостаточная ликвидность на биржах.

Практически все годы экономического подъема государство выкупало (и выкупило) свой внешний долг, но было вынуждено оставить евробонды на рынке, в том числе и потому, что иначе пенсионным фондам некуда было бы вкладывать средства. Незначительные объемы внутренних корпоративных и муниципальных облигационных займов в быстро растущей экономике свидетельствуют не о низкой потребности в долгосрочном финансировании, а об отсутствии соответствующих институциональных условий. Планы увеличить внутренний рынок корпоративных облигаций в период до 2020 г. с 3,3% до 22–25% ВВП тем более будет трудно (хотя это идет в правильном направлении) реализовать. Этому рынку уделялось недостаточно внимания раньше. Наконец, в отличие от личных доходов в долларах, которые могут увеличиваться за счет укрепления рубля, планы правительства, в данном случае отношение кредита к ВВП в четверть должно быть достигнуто относительно номинального объема быстро растущего ВВП.

Как показывают данные таблицы 4.34, хотя доля внешнего финансирования в экономике перед кризисом увеличивалась, но говорить об успешности финансового посредничества было преждевременно с учетом более высокой цены кредита и коротких сроков займов. Особенно заметно увеличение доли банковских

Таблица 4.34

Структура финансирования инвестиций в основной капитал по крупным и средним предприятиям, 2000–2007 гг.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Всего, млрд руб.	*1054*	*1336*	*1456*	*1825*	*2247*	*2881*	*3809*	*4908*	*6272*
Всего, %	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*
Собственные средства	47,5	49,4	45,0	45,2	45,4	44,6	42,1	41,5	40,0
Прибыль	23,4	23,9	19,1	17,8	19,2	20,3	19,9	19,9	18,6
Амортизация	18,1	18,5	21,9	24,2	22,8	21,0	19,2	18,1	18,0
Привлеченные средства	52,5	50,6	55,0	54,8	54,6	55,4	57,9	58,5	3,4
кредиты банков	2,9	4,4	5,9	6,4	7,9	8,2	9,6	9,4	60,0
кредиты иностранных банков	0,6	0,9	0,9	1,2	1,1	1,0	1,6	1,1	11,1
заемные средства других организаций	7,2	4,9	6,5	6,8	7,3	5,9	6,0	6,1	2,4
Бюджетные средства	22,0	20,4	19,9	19,6	17,8	20,1	20,2	21,2	6,5
Прочие, в том числе:	15,6	18,3	20,4	21,1	20,8	21,2	22,2	21,7	21,0
средства от выпуска корпоративных облигаций	...	...	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	0,2	21,4
средства от эмиссии акций	0,5	0,1	0,4	0,3	0,2	3,1	2,3	1,9	0,1

Источник: Данные ФСГС.

займов при снижении доли облигационных в 2006–2008 гг., хотя в ходе длительного подъема картина должна бы быть противоположной. В накоплении велика доля бюджетных средств — около ⅕, как и прибыли и амортизации; по-прежнему сохраняется доминирование самофинансирования и государственных средств по сравнению с заемными источниками.

В 2001–2008 гг. норма национальных сбережений составляла 33–35% к ВВП, а норма накопления выросла лишь с 16% до 21%. В 2007 г. вывоз капитала осуществлялся в прежних крупных размерах при огромном ввозе портфельного капитала. Особенно быстро увеличивается именно внешняя корпоративная задолженность (более 100 млрд долл.), которую в значительной мере придется еще и рефинансировать в течение 2008–2009 гг. при ухудшающейся внешней обстановке (см. рис. 4.22). Строго говоря, именно неспособность создать «внутренние каналы» использования национальных сбережений является доказательством неадекватности финансовой системе. «Карусель» с экспортом частного прямого капитала из России и экспортом государственных сбережений привела к огромным заимствованиям портфельного капитала. Это поставило под удар как процесс накопления в стране, а через залоги (margin calls) чуть не привела к массовому переходу контроля над российскими компаниями в руки иностранных кредиторов.

Нарастающие потрясения на западных финансовых рынках уже в 2007–2009 гг. сделали иллюзорность адекватности российской финансовой системы долгосрочным потребностям страны просто очевидной: «машина» по заимствованию относительно дешевого внешнего портфельного капитала практически остановилась. Уменьшение притока средств требует перестройки всей модели накопления в стране. Предоставление больших объемов ликвидности ЦБ и Минфином (через госкорпорации) подстраховало финансовый сектор от кризиса, но не решает долгосрочных потребностей экономики в части повышения эффективности.

Важно разделять антикризисные меры и меры по долгосрочному развитию экономики. Реакция российских государственных органов на возникшие в связи с мировым финансовым кризисом проблемы по сути выразилась в нескольких позициях:

- меры ЦБ по предоставлению ликвидности и расширению механизмов рефинансирования (октябрь 2007 г.);

- ускоренная капитализация государственных корпораций (2007–2008 гг.);
- выделение списка предприятий (295 на начало 2009 г.), чьи заимствования государство по существу гарантирует банкам;
- предоставление валютных ресурсов (под залог акций) ведущим компаниям, что привело к усилению роли государства в крупном бизнесе.

Эти меры предотвратили возникновение критических ситуаций с текущей платежеспособностью, но не сняли ограничений, связанных с резко суженным каналом получения доступного внешнего финансирования. С августа 2007 г. не было осуществлено ни одного выпуска еврооблигаций российских эмитентов. В условиях необходимости рефинансирования большого корпоративного внешнего долга (378 млрд долл. по состоянию на 1 октября 2007 г.), это потребовало серьезной корректировки инвестиционных планов российских компаний. Впрочем, признаком качественной слабости финансового сектора является именно отсутствие венчурного финансирования и пяти–семилетнего

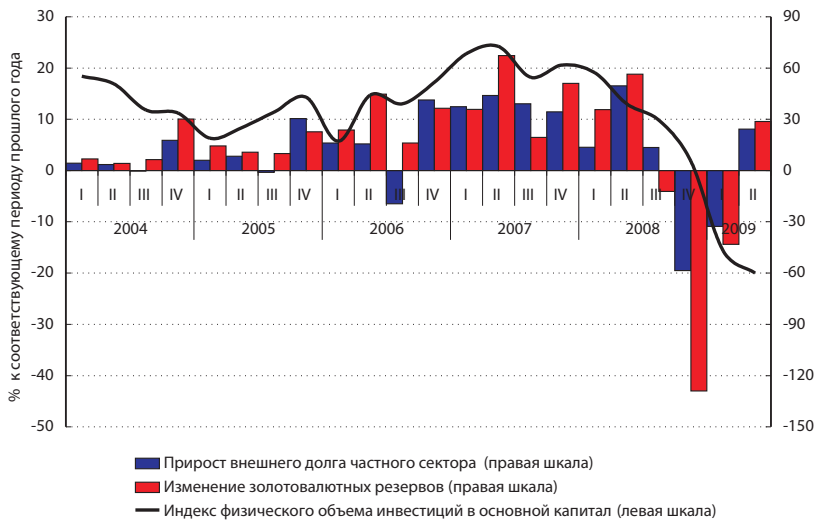

Рис. 4.22. **Изменение внешнего долга частного сектора, накопление резервов и динамика инвестиций в основной капитал, 2004–2009 гг.**

Источники: Данные ЦБ РФ, ФСГС, расчеты ИЭФ.

облигационного корпоративного рынка, важных для обеспечения вложений в отрасли, осуществляющие модернизацию.

В период после краха 1998 г., в котором решение стратегических вопросов финансирования долгосрочного роста было отложено, тем более что действующие кредитные институты стремились прежде всего обеспечить свое собственное развитие. Интересы «сильных» финансового сектора достаточно просты: усиление роли ведущих банков (особенно государственных) вместо расширения конкуренции; ограничение угрозы извне (что нашло свое отражение в принятых условиях вступления в ВТО). Вопрос о переориентации источников финансирования с внешних на внутренние, который ставится частным сектором перед правительством, вызывает естественные опасения ЦБ и Минфина. Опасения были связанны с инфляционными соображениями. Но отсутствие внутренних долгосрочных источников кредита способствовало масштабному кредитованию бизнеса за рубежом. Задержка в развитии частного финансового сектора в данном сценарии наряду с мировым финансовым кризисом подталкивает экономические ведомства к решению проблем на основе вливания бюджетных средств. Переход к модернизации предполагал бы стимулирование капитализации банков, более широкий доступ к кредиту малого бизнеса, системный подход к модернизации самого финансового сектора.

Государственные инвестиции — «временное решение» навсегда?

Сильный износ производственных фондов, ненадежность инфраструктурных сетей, низкий уровень развития образования и здравоохранения, проблемы в пенсионной системе, нарастающая глобальная конкуренция — все это свидетельствует о необходимости глубокой модернизации российской экономики и социальной сферы, что требует соответствующих капиталовложений. К сожалению, создание и отладка институтов и инструментов развития и решения инфраструктурных проблем стало приоритетом только в последние годы. Достаточно давно было ясно, что накапливаются проблемы, которые частный бизнес еще не скоро

будет в состоянии решать самостоятельно[1]. После пятнадцати лет инвестиционной «ямы» целый ряд проблем страны, особенно инфраструктурных, которые бизнес в одиночку не решит в разумные сроки. Отметим также огромной важности региональные проблемы: недоинвестирование в энергетику, потребность в модернизации инфраструктуры, сочетании нового строительства и модернизации обрабатывающих мощностей носят яркий региональный характер[2].

В сложившейся структуре инвестиций, как уже упоминалось, доминирует самофинансирование, а в кредитных ресурсах — росла роль импорта капитала. Использование новых бюджетных доходов для решения накопившихся проблем выглядит как естественный шаг, но требует огромного внимания к формам и эффективности таких расходов. При прочих равных предпочтительнее использование государственных средств на возвратной основе, в рамках частно-государственного партнерства, с максимальным упором на использование эффективного управления частным сектором.

Финансовые потрясения 2007–2008 гг. немедленно сказались на условиях внутреннего финансирования и вызвали повышенный интерес бизнеса к резервным фондам Минфина и средствам ЦБ. В то же время области и республики, отраслевые компании утверждают в соответствующих министерствах и правительственных комиссиях амбициозные инвестиционные программы[3]. Сумма затребованных ресурсов корреспондирует скорее с нереализованными потребностями страны, чем с доступными объемами средств. В большинстве случаев речь идет о привлечении ресурсов правительственных фондов. В результате мы вскоре столкнемся с невозможностью одновременного финансирования и строительства капиталоемких проектов по всей стране, особенно в Сибири и на Дальнем Востоке, при нехватке квалифицированных кадров.

В условиях объективно существующих жестких бюджетных ограничений — даже при высоких нефтяных доходах — вопрос

[1] *Григорьев Л.М.* Накопление и проблемы модернизации // 1000 лучших предприятий. Промышленность России: рынки, отрасли, регионы. М, 2003.

[2] См. раздел 4.13.

[3] Часто для этого используются старые советские планы размещения объектов, хотя характер развития изменился, а необходимых людских, финансовых и иных ресурсов не хватает (цемент, пропускная способность дорог и пр.)

о способах реализации программ развития становится критическим. В развитых рыночных экономиках доля государственных инвестиций опустилась до 3–4% ВВП, а в России она еще ниже. Поэтому применительно к правительственным докризисным планам увеличения нормы накопления с 21% до 31% ВВП в течение нескольких лет можно предположить, что лишь несколько пунктов этого прироста удалось бы возложить на государство. Основной вклад придется делать частному сектору, который должен либо заработать, либо взять в долг необходимые ресурсы, разработать эффективные проекты и принять коммерческие (и политические — тихой экспроприации) риски, причем на пять–семь лет. Эта проблема становится вновь актуальной в предвидении — пусть через несколько лет — нового подъема при ограниченных государственных ресурсах.

Важно не только определение источников финансирования, но и рациональное использование государственных средств в условиях высокой коррупции, неудач ФЦП прошлых лет и т. п. В частности, ключевой вопрос — выбор между государственными финансовыми ресурсами, управляемыми частным или смешанным бизнесом, и прямым хозяйствованием государственных компаний[1]. Разумеется, корпорация под контролем государства более предпочтительна, чем безвозмездное финансирование, предоставляющее широкие возможности для лоббистов и коррупционеров.

Выбор не только пути массированного инвестирования, но и его форм определяет систему коалиций в пользу тех или иных решений, программ и проектов. Ясно, что крупные частные компании заинтересованы в предсказуемом создании производственной и социальной инфраструктуры на государственные средства для ее использования при развитии своего бизнеса. Относительно бедные регионы пытаются втянуть одновременно и федеральные ведомства, и компании (частные и государственные) в широкое финансирование проектов на своей территории, при этом политический лоббизм нередко побеждает рациональные соображения. Бюрократические элементы правительства по разным причинам пытаются увеличить концентрацию и перераспределение финансовых ресурсов через федеральный центр. Формирование государственных компаний ставит их в выигрышное положение относи-

[1] См. *Дементьев В.* Госкорпорации и стратегия экономического развития России. МШЭ. М., 2008.

тельно частного бизнеса, поскольку критерии эффективности тех и других различны. В то же время эффективность деятельности госкомпаний, как показывает мировой опыт, обычно невысока.

Приоритеты развития, готовность сконцентрировать достаточные ресурсы на выбранных направлениях зависят не столько от экономического анализа, сколько от целей общества, бизнеса и государства. Государство, естественно, претендует на способность устанавливать приоритеты, хотя практически сделать это в последние полтора десятилетия удается с большим трудом. Правительство демонстрировало неспособность выбрать и энергично задействовать те модели реализации даже политически принятых решений (МЭРТ фактически признал слабую реализацию ФЦП еще в 2006 г.). В конечном счете именно общество и бизнес должны решить, на какие затраты они готовы идти и какие издержки нести, чтобы выйти на современный путь развития. Государство располагает сейчас значительными резервами, но понятно, что они совершенно неадекватны масштабам расходов, необходимых для модернизации страны — основные ресурсы необходимо будет создать по мере реализации программ развития. Во время кризиса инвестиционные программы повсеместно оказываются под ударом.

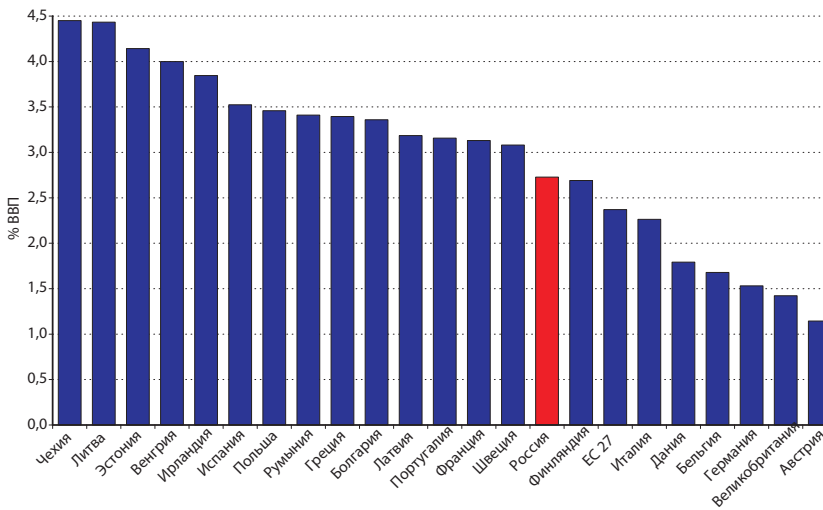

Рис. 4.23. **Доля государственных капиталовложений в валовом накоплении в мире (в %)**

Источники: Данные Евростата, ФСГС, расчеты ИЭФ.

В России мы постоянно стоим перед выбором: время против стоимости проблемы. Здесь особенно важно понимать, *какие именно экономические агенты могут и будут реализовывать программу модернизации*. Причем она невозможна без создания адекватных институциональных условий. Важно дать возможность частному бизнесу реализовать свой инновационный потенциал в адекватной правовой среде, оставив за государством, госкорпорациями, бюджетным финансированием решение (и то не навечно) тех проблем, которые накопились в переходном периоде. В этом сложнейшем маневре будет решаться вопрос перехода от инерции предыдущих лет к модернизации при угрозе остаться в большой мобилизации ресурсов с ограниченной эффективностью.

Вопрос о будущем месте России в глобальной экономике с учетом ее реальных человеческих и природных ресурсов приобретает новый смысл. Итоги трансформации экономических институтов теперь (после восьми лет экономического подъема) можно оценивать по способности хозяйства к модернизации. Одновременно речь идет о выработке стратегии развития страны (наряду с модернизацией государства) как минимум на поколение, а не на очередной политический цикл. Глобальный кризис предвещает масштабные изменения в мировой экономике, перестройку финансовой архитектуры, условий финансирования.

Мы обсуждаем надежду на широкую модернизацию, улучшение благосостояния населения и занятие Россией достойного места в мире в третьем тысячелетии уже не в условиях гладкого подъема с огромной нефтяной рентой. Если бы не упущенное время, можно многое было бы решать в рамках более спокойных и естественных сценариев развития. Пока не было «подарка» нефтяных средств, можно было намного больше сделать по созданию адекватных условий накопления и финансирования развития, как в финансовой системе, так и в институтах развития. Мы же стоим перед периодом, в котором инструментарий инновационного пути развития может оказаться и мобилизационным, и модернизационным — грань между ними (особенно на старте) достаточно тонкая, а эффективность в будущем — весьма различная. Кризис ставит вопрос о сохранении модернизационных элементов стратегии развития и высвобождении сил частного предпринимательства в условиях, в которых нет больших свободных средств правительства.

В 1990-х — начале 2000-х годов наблюдалась задержка с проведением серьезных институциональных реформ и укреплением прав собственности, корпоративного контроля, а также развитием финансового сектора — реализовывался сценарий «Инерция», в котором доминируют укоренившиеся группы интересов.

Под влиянием накопившихся проблем, внешнего шока и осознания угроз и вызовов глобальной конкуренции встает вопрос о путях выхода из трудной ситуации, будет идти борьба между сторонниками простых и быстрых решений и теми, кто выступает за пусть трудный, но необходимый поиск адекватных институциональных ответов на новые вызовы. Конечно, от сценария «Инерция» проще перейти к сценарию «Мобилизация», чем к «Модернизации», опять отложив решение институциональных основ проблемы. Во второй — предпочтительный — сценарий можно входить только постепенно, привлекая к решению каждой институциональной задачи соответствующих сторонников и опираясь на эффективные механизмы, учитывающие побочные и отдаленные эффекты. В условиях тяжелейших потрясений старой модели мирового финансирования инвестиций и в России придется искать новые модели финансирования развития.

Кризис выявляет сразу и слабости финансов предприятий, и банков, и нехватку инструментария развития, которые должны дополнять друг друга. Он ставит новые задачи на выживание фирм в условиях кризиса, повышения их конкурентоспособности. Но кризис и сокращает реальные инвестиции, оттягивая решение народнохозяйственных проблем. Мобилизационный сценарий становится затруднительным по ограничению ресурсов.

Анти-кризисная политика проводится, разумеется, в условиях того базиса, который доступен на начало кризиса в 2008–2009 гг. Можно ожидать значительного — 20–25% сокращения капиталовложений от уровня, достигнутого ранее. Уже к лету 2009 г. серьезно задето строительство, а свертывание инвестиционных программ уже заденет машиностроение и импорт оборудования. В ходе циклических кризисов рыночной экономики капиталовложения начинают падать почти сразу вместе с промышленным производством, но спад в этой области намного глубже и дольше. В частности это связано с подрывом долгосрочного кредита в ходе кризиса. В данной мировой рецессии эти эффекты будут очень заметными и в мире, и в России.

Большинство инфраструктурных и энергетических программ в России не было даже начато. Вложения в машиностроение, государственные вложения в науку в принципе можно поддержать (они просто невелики). Для борьбы с кризисом и нехваткой спроса традиционным средством могли бы стать строительство дорог и недорогого жилья (что помогло бы использовать возможности гастарбайтеров). Такой подход к ограничению кризиса и решению важных проблем страны предполагает высокую эффективность управления, относительно низкую коррупцию и усилия по демонополизации целого ряда отраслей. Создание институционального базиса для реинвестирования экспортных доходов через внутреннюю (а не внешнюю) финансовую систему одновременно создавало бы и основу для послекризисного инвестиционного бума. Россия вновь оказывается перед проблемой долгосрочных вложений в инфраструктуру и энергетику, но и в промышленность, жилье и НИОКР одновременно.

Список сокращений

BEA	U.S. Bureau of Economic Analysis
BP	British Petroleum
BIS	Bank for International Settlements
FATF	Financial Action Task Force on money laundering
GFSR	IMF Global Financial Stability Report
IFS	International Foundation for Science
ILO	International Labour Organization
IMF	Международный Валютный Фонд
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OECD, 1990, № 4	OECD, Quarterly National Accounts. Vol. 1990, no. 4
OECD, 1990, № 48	OECD, Economic Outlook. Vol. 1990, no. 48
OECD, 1991, № 4	OECD, Main Economic Indicators — Historical Statistics 1964–1983. Vol. 1991, no. 4
S&P	Standard & Poor's
UNDP	Программа развития Организации Объединенных Наций (ПРООН)
UNESCO	Организации Объединенных Наций по вопросам образования, науки и культуры
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development, Конференция ООН по торговле и развитию
WTO	Всемирная торговая организация
АДР	Американские депозитарные расписки
БЭА	Бюро экономического анализа
ВВП	Валовой внутренний продукт
ВРП	Валовой региональный продукт
ГДР	Глобальные депозитарные расписки
ГКИ	Государственный комитет по управлению государственным имуществом (Госкомимущество)
ГКО-ОФЗ	Государственные краткосрочные облигации, облигации федерального займа
ГЧП	Государственно-частное партнерство
ЕБРР	Европейский банк реконструкции и развития
ИБГ	Интегрированные бизнес-группы
ИЭПП	Институт экономики переходного периода
ИЭФ	Институт энергетики и финансов
КИИ	Комитет по иностранным инвестициям
МАГИ	Многостороннее инвестиционное гарантийное агентство
МБРР	Международный банк реконструкции и развития
МВФ	Международный Валютный Фонд
МОТ	Международная организация труда (при Организации Объединенных Наций)
МРА	Международное рейтинговое агентство
МСФО	Международные стандарты финансовой отчетности
МФО	Международные финансовые организации

МЭР (МЭРТ)	Министерство экономического развития (ранее Министерство экономического развития и торговли)
НАУФОР	Национальная ассоциация участников фондового рынка
НИОКР	Научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы
НПЗ	Нефтеперерабатывающие заводы
НПФ	Негосударственный пенсионный фонд
НТП	Научно-технический прогресс
Обзор БЭА за 1997 год	Обзора экономической политики России за 1997 год / А.З.Астапович, С.А.Афонцев, А.А.Блохин и др.; Бюро экономического анализа. М., ТЕИС, 1998. 427 с.
Обзор БЭА за 1998 год	Обзор экономической политики в России за 1998 год / С.Б.Авдашева, А.З.Астапович, Д.А.Беляев и др.; Бюро экономического анализа. М.: РОССПЭН, 1999. 629 с.
Обзор БЭА за 1999 год	Обзор экономической политики России за 1999 год / С.В.Алексашенко, А.З.Астапович, С.А.Афонцев и др.; Бюро экономического анализа. М.: ТЕИС, 2000. 800 с.
Обзор БЭА за 2003 год	Обзор экономической политики России за 2003 год / С.Б.Авдашева, С.А.Афонцев, В.Г.Воронова и др.; Бюро экономического анализа. М.: ТЕИС, 2004. 462 с.
ОПЕК	Организация стран — экспортеров нефти
ОПК	Оборонно-промышленный комплекс
ОЭЗ	Особая экономическая зона
ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития
ПИИ	Прямые иностранные инвестиции
ПФО	Приволжский федеральный округ
РАМСиР	Российское агентство международного сотрудничества и развития
РБК	«Росбизнесконсалтинг», информационное агентство
РЕЦЭП	Российско-европейский центр экономической политики
СПГ	Сжиженный природный газ
СРП	Соглашение о разделе продукции
СЭЗ	Свободные экономические зоны
ТЭК	Топливно-энергетический комплекс
ФПГ	Финансово-промышленные группы
ФСГС	Федеральная служба государственной статистики (Росстат, ранее Госкомстат)
ФЦП	Федеральная целевая программа
ЦБ РФ	Центральный банк Российской Федерации
ЦВЕ	Центральная и Восточная Европа
ЭН	Экономическая наука
ЭП	Экономическая политика

Содержание т. 1

Предисловие 7

Раздел 1. Общие проблемы трансформации

Введение 19

1.1. К единому мировому хозяйству (1990) 27

1.2. Кризис экономики СССР 34

1.2.1. Советам нужна объединенная свободная экономика (1991) . . 34

1.2.2. Рубеж десятилетий пройден — новые проблемы (1991) 36

1.2.3. Экономика СССР: новая фаза кризиса (1991) 53

1.3. В поисках дороги к экономическому росту (1998) 67

1.3.1. Характер развития экономики в 1996–1997 гг. 71

1.3.2. Факторы спроса 76

1.3.3. Внешние условия развития российской экономики в 1996–1998 гг. 88

1.3.4. Финансовые кризисы и экономический рост 94

1.4. Снова на перепутье (1999) 108

1.4.1. Конец надежд на быструю трансформацию 108

1.4.2. Что не сложилось 113

1.5. Накануне нового этапа трансформации (2000) 122

1.5.1. Треугольная экономика 124

1.5.2. Первый этап позади 128

1.5.3. Риски страны и экономическая политика 139

1.6. Экономическое развитие и проблемы накопления (2004) . . 145

1.6.1. Условия формирования Программы 2000 года и ее реализация 147

1.6.2. Экономические итоги четырехлетия 160

1.6.3. Проблема эффективного собственника 170

1.6.4. Политика конкурентоспособности и задачи развития 181

1.7. Амнистия капиталов — финал переходного периода (2005) . . 191

1.8. Коррупция — структура и специфика мер противодействия (2009) 218

1.9. Конфликты интересов и коалиции (2007) 261

1.10. Цели и интересы групп на старте кризиса: как сохранить позиции и дожить до модернизации (2009) 281
1.11. Вопросы формирования классификации экономической политики (2002) 334

Раздел 2. Проблемы приватизации

Введение 363
2.1. Процесс централизации капитала (1989) 368
2.1.1. Характеристика процесса слияний и поглощений 370
2.1.2. Банкротства 381
2.1.3. Особенности волны слияний и поглощений 1980-х годов . . . 385
2.2. Неизбежный этап реформы — разгосударствление (1990) . . 392
2.3. «Детские болезни» приватизации (1990) 397
2.4. Проблемы приватизации в СССР (1991) 405
2.5. Все поделить? О проектах российских законов о приватизации (1991) 411
2.6. Скрытые права собственности и приватизация (1991) 417
2.7. Приватизация: Методы продажи, доходы и коррупция (1992) 434
2.8. Распределение собственности и контроля в процессе приватизации: последствия для иностранных инвесторов (1995) 444
2.9. Национальное богатство — запас или актив (2003) 471
2.10. Программы приватизации 1990-х годов (2009) 479
Список сокращений 524

Леонид Маркович Григорьев

Экономика переходных процессов

Том 2

Редактор
Т.А.Радченко
Корректор
К.Ю.Шарапова-Антонова
Компьютерная верстка
Д.А.Глазков

Подписано в печать 19.10.2009
Формат 60×90/16
Тираж 1500 экз.
Издательский № 334
Заказ №

Негосударственная
Международная образовательная
автономная некоммерческая организация
МЕЖДУНАРОДНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
в Москве
125040, Москва, Ленинградский просп., д. 17
Телефоны: 250-40-49, 250-25-89
http://www.interun.ru
E-mail: rio@interun.ru