



Яков Миркин

заведующий отделом международных рынков капитала ИМЭМО РАН

РОССИЙСКОЕ ФИНАНСОВОЕ БУДУЩЕЕ: 2016—2025 ГГ.

Как и в предыдущие десятилетия, в 2016—2025 гг. политические и экономические модели общества будут с высокой вероятностью находиться в России в острой борьбе, создавая эклектичную основу для развития финансовой системы. В этой связи объем и архитектура российской финансовой системы, конъюнктура ее рынков будут в полной мере определяться тем смешением моделей экономического устройства, которое на долгие годы будет составлять основу российского хозяйства.

Преобладание директивной, фундаменталистской или либеральной экономики, стремление к глобальным участникам, интеграции в мировую экономику или изоляционизму, размеры огосударствленности и роль государства, встречные процессы регулирования и дерегулирования, структурных реформ полностью определяют модель, степень зрелости, риски и волатильность российской финансовой системы.

В свою очередь, процессы в финансах, свойственные им концентрации рисков и человеческие ошибки могут подстегивать изменения в модели и состоянии экономики, ускорять или, наоборот, замедлять ее движение по тому или иному сценарию.

Финансовая система мозаичная и эклектичная, финансовая система, как

зеркало отражающая борьбу различных идеологий в обществе, система с огромным диапазоном колебаний — такой будет российская финансовая система в 2016—2025 гг. и последующие 5—10 лет.

Но все-таки есть возможность увидеть ключевые сценарии того, что будет происходить в будущем, и оценить их вероятности — случится или же произойдет что-то другое.

ИЗ КРАЙНОСТИ В КРАЙНОСТЬ. ПЯТЬ СЦЕНАРИЕВ ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВ

Первый сценарий: «цунами»

Вероятность — 10—15%. Внешний удар (до 1,0—0,95 долл./евро, цены на

нефть до 25-30 долл./баррель, финансовая инфекция от шока на рынке акций США, приступ долгового кризиса в Европейском союзе или иного системного риска). Обострение кризиса внутри России, политический шторм, замыкание, антизападничество, маргинализация идей, уход в «башню из слоновой кости». Бойкот, страна-изгой. Похоже на то, что марксисты называли азиатским способом производства. «Большой Иран».

Страна раритетной техники. Милитаризованная экономика, существующая по формуле: «сырьевая + аграрная + военная». Морально устаревающая страна. Негативный кадровый отбор. Сверхвысокие политические риски. Страна-надлом.

Попытка «рвануть вперед» (ежегодный рост ВВП на 5—7%, норма накопления — до 30—35% (сегодня — 19—20% ВВП), бум

военных расходов, мегапроектов). «Упрямся лбом» в технологический тупик/бойкот. Техническое отставание до 30–40 лет. Рост конечного потребления государства до 20–22% ВВП (сегодня — 18% ВВП). Сокращение потребления домашних хозяйств. «Опустынивание» полок магазинов.

На горизонте в 5–10 лет — резкое замедление экономики до 0–2% (или минуса).

Печатный станок. Дефицит бюджета покрыт нерыночными кредитами / займами Банка России. Фиксированный валютный курс. Замораживания цен. Возникновение продуктового дефицита.

Дальнейшее огосударствление. 80–90% экономики в руках государства. Сжатие финансового рынка в десятки раз. Неконвертируемая валюта, закрытый счет капитала. Снижение производительности труда и реальных доходов населения¹.

Второй сценарий: «замороженная экономика»

Вероятность — 45–50%. Полузакрытая стагнационная экономика с устаревающими технологиями, с большими амбициями и все большей концентрацией сил и средств в ВПК. Стабилизация на более низком уровне. Все процессы заморожены, за граница заинтересована — лишь бы не было хаоса, вспышек риска, потихоньку сокращает зависимость от России как якорного поставщика сырья. «Типичная» латиноамериканская экономика, со сверхвысокой концентрацией собственности, огосударствлением, избыточными регулятивными издержками. Полурыночная среда, олигополии.

На горизонте в 5–10 лет? Технологическое устаревание, год от года. Дальнейшее упрощение структуры экономики. Деиндустриализация. Естественно низкие темпы роста в 0–2%. Норма накопления — 18–24% ВВП. Волатильность экономики: то резко вниз, то прыжком вверх вслед за мировыми ценами на сырье, динамикой мегарасходов в России (ВПК, мегапроекты).

Вечные скачки курса рубля, условно говоря, от 40 до 100 руб./долл. и ниже. Ежегодно заносимые финансовые инфекции, шоки. Финансовые рынки, капитализация пляшут от +20–30% до –20–30%. Холодные, спекулятивные рынки. Рост рисков неконвертируемости рубля, закрытия счета капиталов (полного или частичного). Низкая монетизация (М2/ВВП) — 40–55% ВВП, кредиты — 35–45% ВВП. Процент — выше 10–20%.

Инфляция вечно стремится за 10%. Встроенный немонетарный рост цен. Вы-

Финансовая система мозаичная и эклектичная, финансовая система, как зеркало отражающая борьбу различных идеологий в обществе, система с огромным диапазоном колебаний — такой будет российская финансовая система в 2016–2025 гг. и последующие 5–10 лет.

сокое налоговое бремя. Доходы правительства/ВВП — 36–40% и выше. Конечное потребление государства — 17–19%. Редкие острова иностранных инвестиций в сырьевые проекты. «Опустынивание», утечка мозгов, капиталов, низкий рост производительности труда, «замораживание» реальных доходов населения.

Репорты о трудовых победах и успехах экономики. Сползание к дестабилизации в будущем.

Третий сценарий: «управляемый холод»

Вероятность — 30–35%. Замена большинства управляющих во всех эшелонах власти, приход команд «спасения в минуты роковые» — молодых технокрапов под лозунгом рациональности, развития, модернизации. Кадровые перестановки в рамках неизменной системы ценностей и вертикали власти. Аналог — Испания Франко середины 1950-х — начала 1960-х гг.

Последствия — менее однозначный, более «хитрый», но аналог второго сценария. Та же модель экономики с элементами модернизации, реконструкции, «новыми деталями». Эффективность — чуть выше, волатильность — чуть мягче, сползание к дестабилизации в будущем — чуть медленнее.

Четвертый сценарий: «внезапный поворот»

Вероятность — 5–10%. Попытка сделать собственное «экономическое чудо», уйти в финансовый форсаж, совершить максимум, для того чтобы высвободить энергию бизнеса и среднего класса, создать все, чтобы центром экономической политики было качество и продолжительность жизни в России, рост имущества семей из поколения в поколение.

Другая риторика. В экономике быть «либеральнее самых либеральных». Тезис для тех, кто снаружи: «ведь у нас очень

либеральная, проевропейская страна». Политика дешевого кредита, дешевого процента, умеренно заниженного валютного курса рубля, сильных налоговых стимулов за рост и модернизацию, сокращения налогового бремени, урезания регулятивных издержек, подавления немонетарной инфляции, сильного антимонопольного регулирования, максимума льгот для среднего и малого бизнеса, в пользу роста активов среднего класса.

В политическом плане новый взгляд на эволюцию Европы (мост «ЕС + Россия» = интегрированная экономическая система). Замораживание внеэкономических конфликтов. Курс США и Германии на реальную интеграцию России. «Вбирание» России как противовеса радикализму, набирающему силу на Востоке.

Выход на устойчивую, долгосрочную траекторию роста в 5–8%. Норма накопления — 30–34% ВВП. Рост — все менее сырьевой. Новая индустриализация. Активный трансфер технологий и мозгов в Россию.

Налоговая нагрузка — 28–32% ВВП, конечное потребление государства — 14–15% ВВП. Монетизация (М2/ВВП) осторожно растет с 40–45% до 80–100%. Насыщенность кредитами — до 70–80%. Инфляция, процент снижаются до 2–4%. Валютный курс — стабилизация сначала в районе 65–67 руб./долл., затем все медленнее, в меру ослабления инфляции, годами ползет ниже к 70–90 руб./долл. и т. д. Рубль «умеренно ослаблен» к доллару и евро. Капитализация рынка акций — до 100–120% ВВП. Огосударствление падает с 50–60% до 20–30% экономики. Взрывной рост прямых иностранных инвестиций. Доля инвестиций через офшоры сокращается с 70–80% до 20–30%. Уверенный рост доли среднего и малого бизнеса в ВВП, производительности труда, реальных доходов. Россия — чистый экспортер капитала становится на 10–15 лет чистым импортером

¹ Миркин Я. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: Кнорус, Гелеос, 2011. С. 411–414.

капитала, прежде всего в части прямых иностранных инвестиций.

Только четвертый сценарий смешивает все «карты на столе». Он дает возможности смягчить, а в будущем — урегулировать геополитические конфликты, создает ту энергетику в России, которая «съедает» все риски, оставляет людей и капиталы дома, собирает вокруг Москвы бизнесы и государства и делает невозможной саму мысль об отъезде. Из удачного проекта не уходят и не уезжают. В него стремятся.

все большей группы стран к состоянию зрелости, подтягивания части развивающихся экономик к уровню «новых индустриальных», вовлечения в финансовый оборот стран с низкими доходами на душу населения. Как и в XX в., рост финансового оборота и финансовых активов будет опережать динамику реальной экономики. Усилится ее насыщенность деньгами (рост монетизации), финансовыми инструментами и институтами. Продолжится секьюритизация, увеличится доля «высоких финансов».

страны, исламские рынки). 10–15 современных «рынков на фронтьере» перейдет в категорию «развивающихся» (постсоветское пространство, Восточная и Южная Азия, исламские рынки).

В трехуровневой архитектуре мировых финансов первый уровень составят отдельные страны, второй — группы стран (по регионам, как ЕС, АСЕАН, Меркосур, или по «интересам», как БРИКС), третий уровень — глобальный.

В центре глобальных финансов будет находиться, как и в 2010 г., англосаксонское ядро / модель финансирования, с международными финансовыми центрами в США и Великобритании, при концентрации значительного объема денежных потоков и активов финансовых институтов в офшорах. Доля англосаксонской модели в финансовом посредничестве несколько снизится.

Международные финансы будут расти опережающими темпами в сравнении с национальными. Вырастет значение трансграничных потоков капитала. Сократится число стран, проводящих политику финансового изоляционизма. В большинстве стран увеличится доля нерезидентов в собственности, в структуре финансирования. В следующие 20 лет финансовые рынки будут в среднем более открыты, чем в 1980-х–2000-х гг.

Второе по значению ядро глобальных финансов возникнет в зоне евро (Германия, Франция, акцент на прямые инвестиции через Бенилюкс), третье — в Восточной Азии (Китай, Япония, Корея) и Юго-Восточной Азии. Региональные кластеры в финансах будут сформированы в Латинской Америке и регионе Ближнего Востока и Северной Африки. На финансовой периферии будут усиленно создаваться офшорные зоны (налоговый и регулятивный арбитраж).

Постсоветское пространство сохранит свое значение как крупная точка на финансовом карте мира, центр нечетко выраженных интеграционных процессов.

Глобальные финансовые рынки будут основаны на олигополии 20–25 крупнейших финансовых групп «первого круга» (глобальных финансовых посредников и инвесторов). Увеличится число национальных рынков, на которых они занимают доминирующее положение. 75–100 финансовых групп «второго круга» сформируют олигополию на финансовых рынках региональных кластеров. Трансграничная консолидация бирж, внебиржевых рынков, расчетно-клирин-

Рост нормы сбережений, нормализация бюджета, сокращение долгового бремени могут помочь США и ряду других развитых экономик вернуться к роли чистых экспортеров капитала.

Первый–третий варианты делают экономическую и социальную стабильность с годами все более хрупкой. Заранее известно, что неизбежны ее сломы, если не сегодня, то через 5 лет, не через 5, так через 10 лет. По статистике, в развивающихся экономиках кризисы происходят с частотой 1–2 раза в 10–15 лет, особенно когда страна так зависит от курсов иностранных валют, мировых цен на сырье, доступа к импорту технологий. И при этом находится под внешним идеологическим и силовым давлением, набирающим обороты.

Пятый сценарий: «нулевой»

Это сценарий разрушительных деформаций, подобных тем, то происходили в начале 1990-х гг. в бывшем СССР. Его вероятность рассматривается как нулевая, хотя понятно, что могут существовать внутренние сверхконцентрации рисков («усталость металла») или же сильнейшие внешние шоки (геополитика, глобальные финансы), которые способны приводить к реализации подобного сценария.

ГЛОБАЛЬНЫЕ ФИНАНСЫ, В КОТОРЫХ БУДЕТ ЖИТЬ РОССИЯ: 2016 — 2025 ГГ.²

Финансовая глубина

Подтвердится закономерность роста финансовой глубины мировой экономики (*financial deepening*, *financialization*, *financial development*) по мере перехода

Финансовая архитектура

Усилится глобализация финансовой сферы. Центроостремительные тенденции в мировых финансах (интеграция рынков, консолидация финансовых и инфраструктурных институтов, развитие глобальных инвесторов и эмитентов, сверхконцентрация капитала, финансовых активов и потоков в узкой группе стран, центральная роль англосаксонской модели) будут сочетаться с центробежными тенденциями (рост веса региональных финансовых центров (Азия, Латинская Америка), формирование мультиполярной, трехуровневой архитектуры глобальных финансов с 4–5 региональными кластерами на промежуточном уровне (группами стран относительно замкнутых на самих себя экономически и финансово), усиление роли моделей финансирования экономики, альтернативных англосаксонской, основанных на концентрированной собственности и высокой роли государства (континентальная, азиатская, *bank-based*, исламские финансы и т. п.).

Вырастет значение смешанных моделей финансовых систем, соединяющих в себе черты «основанных на рынке» (*market-based*) и «основанных на банках» (*bank-based*) и «на долгах» (*debt-based*) (конвергенция моделей).

Увеличится число развитых финансовых рынков (переходные экономики Европы, «новые индустриальные экономики») — до 45–50. Появятся 7–10 новых «рынков на фронтьере» (африканские

² Детальный анализ см. в книге: Миркин Я. М. Развивающиеся рынки и Россия в структуре глобальных финансов: финансовое будущее, многолетние тренды. М.: Магистр, 2015.

говых и депозитарных институтов, касто-дианов (3–4 международных сети) создаст олигополию в инфраструктуре глобальных финансов.

Появятся 10–15 новых наднациональных органов финансового регулирования, которые будут действовать на глобальном уровне и регионах мира, унифицировать рынки, осуществлять мониторинг и урегулирование системных рисков.

Наряду с консолидацией будет нарастать дробление рынков. Список топ-100 будет значительно обновлен за счет финансовых институтов — резидентов развивающихся стран. Увеличится доля частных торговых систем, специализированных платформ и сегментов рынков по интересам (социально ответственные, «зеленые», этические, исламские и т. п. финансы). Вырастет доля рынков прямых сделок, минуя финансовых посредников. Финансовые посредники и инфраструктурные институты продвигаются к «дематериализации». Сократятся филиальные сети в их «физической форме» (кроме стран «на фронтьере»). Вырастет рыночная ниша высокотехнологичных финансовых и инфраструктурных компаний малой и средней капитализации. Расширится сектор альтернативных инвестиций, нерегулируемых финансовых инструментов и посредников. Умножится число международных организаций финансового профиля, продолжится их регионализация.

Будет изменена «финансовая модель» мира. В конце XX — начале XXI в. основные потоки денежных ресурсов аккумулировались и перераспределялись через ядро «США + Великобритания + офшоры».

К 2030 г. все большая часть денежных ресурсов будет концентрироваться и проходить через региональные кластеры («промежуточный уровень» трехуровневой финансовой архитектуры мира). Произойдет частичное «захлопывание» финансовых систем крупных регионов мира, основанное на интеграции их экономик и росте в них внутреннего спроса.

Англосаксонская модель («США + Великобритания + офшоры») будет обслуживать крупнейших (финансовые посредники, эмитенты, потоки капитала). Через нее будет происходить перераспределение денежных ресурсов между региональными кластерами, а также финансирование экономик США и Великобритании.

Англосаксонская модель останется ключевой в мире в части функций управления рисками, финансовых инноваций,

венчурного финансирования, ценообразования на товарные и финансовые активы, «естественного отбора» слабых экономик («горячие деньги», мыльные пузыри, спекулятивные атаки, финансовые инфекции, бегство капиталов).

В начале XXI в. развитые экономики, прежде всего США, стали чистыми импортерами капитала, получаемого из экспортноориентированных развивающихся стран (сырьевых экономик и «мастерских мира»), оказавшихся глобальными кредиторами. Эта ситуация может измениться на обратную при падении цен на сырье и/или реиндустриализации развитых стран. Финансовое оздоровление экономик (рост нормы сбережений, нормализация бюджета, сокращение долгового бремени) могут также помочь США и ряду других развитых экономик вернуться к роли чистых экспортеров капитала.

Цикличность

Будет продолжен ряд долгосрочных циклов экономической и финансовой динамики (90-е гг. XIX в. — 10-е гг. XX в., 20-е — 40-е гг., 50-е — 70-е гг. XX в., 80-е гг. XX в. — первое десятилетие XXI в.). Прогнозируется повсеместный экономический подъем, рост глобальных инвестиций и капитализации рынков с середины 2010-х — начале 2020-х гг., с усилением волатильности и системных рисков с середины третьей декады XXI в.

ФИНАНСОВОЕ БУДУЩЕЕ РОССИИ ПОД МИКРОСКОПОМ. ОТРАЖЕНИЕ ГЛОБАЛЬНЫХ И ВНУТРЕННИХ ТРЕНДОВ

Второй и третий сценарии для России — наиболее вероятны. Тем ценнее прогноз финансового будущего, данный в их рамках, но в деталях и, конечно, с учетом тех долгосрочных трендов (см. выше), которые будут происходить в глобальных финансах, оставаясь внешними для России.

Место России в глобальных финансах

Российские финансы сохраняются как яркая региональная точка в многополярной, многоуровневой мировой финансовой архитектуре. Прогнозная доля России в 2016–2020 гг. — 1,0–1,5%, в 2021–2025 гг. — 1,0–2,0% глобальных финансовых активов (зависит от динамики мировых цен на сырье). В 2008 г. доля России составляла 1,8%³.

В финансовых системах постсоветского пространства, Восточной Европы доля России будет колебаться в пределах 50–70%⁴.

В 2016–2025 гг. сохранится базовый конфликт: более высокая роль России в реальной экономике мира, нежели чем в его финансовом и денежном измерении. Доля России в мировом ВВП будеткратно превышать ее значимость в глобальных финансах (долю в мировых финансовых активах, прямых инвестициях).

В 2016–2025 гг. Москва и Санкт-Петербург будут, как и в 2000–2015 гг., занимать места в последней четверти рейтингов мировых финансовых центров.

Уровень развития российских финансов

В 2016 — 2025 гг. Россия останется в «серединой группе» развивающихся рынков, не перейдет в категорию «развитых», не приблизится по степени зрелости, финансового развития к рынкам «новых индустриальных стран».

Вместе с тем российские финансы не вернутся в состояние «рынков на фронтьере» (*frontier markets*), в котором они были в середине 1990-х гг. (сегодня — африканские рынки (кроме ЮАР), исламские рынки, отдельные рынки на постсоветском пространстве).

«Сырьевой характер» российских финансов. Функциональная зависимость от мировых цен на сырье и курса доллара США

В мировой экономике в 2016–2025 гг. не произойдет резких изменений в структуре потребляемых ресурсов и, как следствие, производственной ценности одних ресурсов в ущерб другим. Не прогнозируется глубокого сокращения роли нефти и газа, металлов, природных компонентов химических удобрений и т.п. Как следствие, существенно не изменится глобальная архитектура финансовых потоков, связанных с топливом, энергией, конструкционными материалами, продовольствием, транспортными перевозками. Как и во второй половине XX в., ряд стран — держателей природных ресурсов, в том числе и Россия, будут формировать значимую часть своих финансов прежде всего за счет сырьевого экспорта, капитала, накопленного от него, и инвестирования его за рубеж (экспорт капитала).

Продолжится «финансиализация» сырья (превращение нефти, газа, металлов,

³ Миркин Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: Кнорус, Гелеос, 2011. С. 297.

⁴ Оценка по данным о сравнительной величине денежной массы, кредита, международной инвестиционной позиции.

продовольствия и т. п. в финансовые активы). Будет сохранен «финансовый механизм» формирования мировых цен на сырье на рынках товарных деривативов с ключевой ролью курса доллара США и пары «доллар-евро».

Как следствие, российская экономика и ее финансовая система — будут, как и раньше, являться функцией от мировой экономики и глобальных финансов. Образуя, зеркально отражая кризисы, подъемы, мыльные пузыри и т. п. мирового хозяйства, являясь объектом для вывоза природных и финансовых ресурсов и «обмена сырья на бусы».

Это типичная модель развивающейся экономики, настроенной на вывоз сырья, денежного и человеческого капитала. В экономической конструкции, составляющими которой являются крупная концентрированная собственность, олигополия, масштабные потоки сырья и связанных с ним денежных ресурсов, высокие регулятивные издержки, все официальные усилия государства, направленные на усиление инноваций, неизбежно останутся подчиненными, частными, не изменяющими главное в экономике и ее финансовой системе.

Следствие — сохранение сырьевой финансовой системы, зависящей от мировых цен на сырье, с основными денежными потоками и финансовыми институтами, базирующимися на добыче, транспортировке и экспорте нефти, газа, металлов, удобрений, древесины, при перераспределении значительной части денежных ресурсов, заработанных от продажи сырья, в военно-промышленный комплекс.

Ограничительное воздействие на «сырьевые финансы» России фундаментальных факторов, связанных с сырьем (спрос, потребление, запасы, технологии, геополитика)

На состояние внутренних финансов в 2016–2025 гг. может влиять сжатие «физического» спроса на российское сырье, вызванное внешнеполитическим кризисом 2014 г., санкциями против России, а также политикой США и ЕС по сокращению доли России как ключевого поставщика на сырьевых рынках ЕС.

Кроме того, ожидается «взрыв» конкуренции между государствами — поставщиками сырья, неизбежны торговые войны за сырьевые рынки (превращение США

в экспортера топлива, будущее возвращение Ирана на сырьевые рынки, торговый прессинг Саудовской Аравии, рост поставок из Норвегии и т. п.). Проблемным, требующим многомиллиардных вложений в инфраструктуру является поворот сырьевых потоков из России на Восток.

Возможный вектор — сокращение торгового и финансового оборота между Россией и внешним миром, прогнозируемое снижение сырьевых доходов (в части, зависящей от физических объемов поставки сырья).

Тот же вектор будет поддерживаться ограничением доступа России на внешние рынки капитала (санкции 2014 г., снижение странового рейтинга, уход из России глобальных финансовых институтов в 2012–2013 гг.).

Зависимость от финансовых систем развитых стран

Как отмечалось выше, впереди — продолжение финансовой глобализации, усиление взаимозависимости национальных финансовых систем и рынков. В 2016–2025-е гг. сохранится доминирующее положение не только англосаксонской модели, но и всей группы индустриальных стран (при постепенном усилении глобальной роли финансов Китая и группы азиатских экономик). Это предполагает, что динамика финансовых систем развивающихся стран, в том числе и России, будет по-прежнему в масштабной степени зависеть от состояния финансов и рынков развитых экономик, от вектора движения и размерности финансовых потоков, формирующихся в них.

Несмотря на финансовые санкции 2014 г., глобальные инвесторы продолжат оказывать масштабное влияние на финансовую динамику в России. В этой связи российский финансовый рынок сохранит свое свойство движения, совместного и коррелированного с другими рынками, прежде всего с Бразилией (Россию глобальные инвесторы часто рассматривают как страну — аналог) и в целом латиноамериканскими рынками (с ними — традиционно наиболее жесткая связь).

В отдельные периоды (геополитические, сырьевые шоки) эта связь будет прерываться.

Цикличность российских финансов

Будут находиться под воздействием циклов мировой экономической и финансовой динамики (ядром которых в 2016–

2025 гг. будут, как и раньше, оставаться циклы в США) в обычной структуре циклов (Кондратьева, Кузнец, Жюгляра).

Движение российских финансов будет, по экспертной оценке, на 70–80% определяться внешней финансовой динамикой (курс доллара США, мировые цены на сырье, глобальные рынки акций, государственного долга, финансовые инфекции и т. п.) и на 20–30% — собственной конъюнктурой.

Сценарий, который дает экстраполяция бизнес-циклов в США с начала 1970-х гг., — это очередной «крупный» цикл в 2009–2025–2027 гг., пологий, со сглаженной динамикой (в сравнении с циклами 1970-х — 1980-х гг.), величиной в 16–18 лет, с точкой пика. Лучше всего ассоциируется с циклом Жюгляра. В финансах это может означать (при сохранении традиционной антициклической политики ФРС) максимум в дифференциале процентных ставок между США и ЕС в 2018–2020 гг. и, соответственно, пик усиления доллара США в эти же годы, с неизменным падением того и другого к 1925–2027 гг.

Прогнозируется, что тенденция укрепления доллара США к евро / корзине мировых валют будет продолжаться в 2016–2018/2019 гг., после чего могут проявиться признаки поэтапного поворота доллара США к циклическому ослаблению. Впереди — «эпоха сильного доллара»⁵.

В свою очередь, при прочих равных это означает в 2016–2018/2019 гг. «территорию низких цен» на сырье (нефть, газ, металлы, продовольствие).

Из этого следует прогноз, заключающийся в том, что 2016 – 2018/2019 гг. — время слабости, волатильности, кризиса (или стабилизации на низком уровне) российских экономики и финансов.

Предполагается, что с начала 2020-х гг. доллар США «вступит» в период очередного циклического ослабления, и в этой связи в 2020–2025 гг. можно прогнозировать рост мировых цен на сырье и облегчение при прочих равных существования российских экономики и финансов, создание для них внешних условий для роста.

Качественные характеристики российских финансов в 2016–2025 гг. во многом повторят практику предшествующей четверти века⁶:

- базовый сценарий — финансовая стагнация (особенно в период 2016–2018/2019 гг.);

⁵ Мирнин Я. М., Жукова Т. В., Бахтараева К. Б., Левченко А. В., Кудинова М. М. 1971 – 2025: курсы валют, мировые цены на сырье, курсы акций. М.: Магистр, 2015. С. 28–32.

⁶ Детальный анализ см. в книгах: Мирнин Я. Финансовый конструктивизм. М.: Лингва-Ф, 2014; Мирнин Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: Кнорус, Гелеос, 2011.

- замедленный рост монетизации экономики (или ее торможение в пределах 45–60% ВВП по индикатору М2/ВВП); сопоставимая динамика других индикаторов финансового развития, ограниченной монетизацией (насыщенность кредитами, ценными бумагами, иными финансовыми инструментами, капитализация банков и других финансовых посредников, капитализация рынка акций, насыщенность финансовыми институтами и др.);

- низкая норма накопления (18–23% ВВП);

- спекулятивная модель финансового рынка с резко ограниченной инвестиционной составляющей; подверженность финансовым инфекциям из-за рубежа;

- высокая волатильность валютного курса рубля; невозможность де-факто режима свободного плавания национальной валюты (независимо от объявленного валютного режима, подверженность административному вмешательству при резких колебаниях курса); соскальзывание к переоцененному, утяжеленному «стабильному» рублю (с периодическими острыми всплесками девальваций);

- экономика — экспортер капитала; хронический чистый вывоз капитала государством и частным сектором (при открытом счете капитала); высокая волатильность счета капитала и его подверженность административному вмешательству государства; сохранение уникального уровня офшоризации экономики и движения капиталов; дефицит прямых иностранных инвестиций при относительном избытке портфельных, преимущественно спекулятивного характера; подверженность финансовой системы спекулятивным атакам и масштабным операциям «кэрри-трейд»;

- встроенная повышенная инфляция (с влиятельной немонетарной компонентой);

- избыточно высокий, двузначный процент для большинства заемщиков и эмитентов долговых инструментов;

- сохранение банковской модели.

В 2016–2025 гг. на банки, как и раньше, будут приходиться 92–95% активов российского финансового сектора; будет сохранена модель преимущественно долгового финансирования экономики («континентальная модель» финансового сектора в отличие от «англо-саксонской»);

- продолжение «смешанной модели финансового рынка», в рамках которой коммерческие банки и брокерско-дилерские компании (инвестиционные банки) имеют равные права на рынке ценных бумаг, рынке деривативов и структури-

рованных финансовых продуктов, рынке РЕПО и отчасти на валютном рынке;

- сверхконцентрации (на крупнейших финансовых институтах, компаниях — эмитентах и заемщиках, на сосредоточении денежных ресурсов и рынков в Москве и Московском регионе); олигополии, сверхконцентрация собственности в финансовом секторе; сокращение численности и сети, концентрация финансовых посредников всех видов (банки, брокер-дилеры, страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды, управляющие

государственных финансов (переход к «условно-постоянно» дефицитному бюджету, росту (в абсолютных и относительных размерах) государственного долга, высокой волатильности резервных внебюджетных фондов, все более проблемной модели финансов субъектов РФ и муниципальных образований).

Будущее рубля

Один из глобальных трендов — диверсификация валют, обслуживающих мировую экономику, некоторое сокращение

Чтобы рубль смог стать региональной валютой, нужно пройти долгий путь к экономике роста и модернизации, к финансовому развитию на уровне «новых индустриальных экономик».

компании, институты микрофинансирования, инфраструктурные институты финансового рынка);

- хронические сверхконцентрации всех видов финансовых рисков, постоянно избыточный уровень системного риска; волатильность финансовых рынков, превосходящая средние значения по группе развивающихся рынков;

- высокий уровень огосударствления финансового сектора; расширенное государственное вмешательство в процент, валютный курс, распределение кредитов, структуру инвестиций; система покрытия убытков, «удержания на плаву» крупнейших корпораций и банков;

- узость сегмента финансирования среднего и малого бизнеса, высокотехнологичных, быстрорастущих компаний, венчура, финансовых инноваций;

- эксцессивные, растущие регулятивные издержки, как в меру выполнения обязательств, принятых Россией в рамках группы G-20, так и в силу собственного развития финансового регулирования «по закону Паркинсона»;

- избыточное налоговое бремя (на уровне развитых стран ЕС с минимальными темпами экономического роста), дефицит легких в применении, ударных налоговых стимулов, «подстегивающих» рост и модернизацию экономики;

- государственные финансы с нарастающими проблемами (увеличение доли расходов бюджета, не дающих долгосрочный эффект роста и модернизации экономики, улучшения качества и продолжительности жизни населения); постепенное накопление рисков в сфере

доли доллара США и евро в глобальных финансах, становление региональных валют.

В 2016–2025 гг. коллективная валюта в рамках ЕАЭС создана не будет.

С осторожностью оценивается будущее рубля как региональной валюты.

С одной стороны, сохраняются предпосылки для его участия в международном обороте. В России — открытый счет капитала, рубль конвертируем, объявлено о том, что он находится в «свободном плавании» (хотя в реальности его динамика будет неизбежно — частично — зависеть от административного вмешательства). Российские активы составляют примерно 60% финансовых активов Центральной и Восточной Европы, 80–90% — постсоветского пространства.

Все эти аргументы — за региональное будущее рубля.

В то же время российская экономика, чтобы стать базой одной из 2–3 региональных валют, должна формировать, по оценке, не менее 5–6% мирового ВВП (сегодня около 2%). Сырьевая, ориентированная на вывоз ресурсов, импортозависимая экономика, подверженная конъюнктурным колебаниям в ценах, объеме и структуре спроса, не может создать устойчивую региональную валюту. Такая валюта — знак уважения к уровню технологий, способности к устойчивому росту на базе инноваций. Она может появиться только вследствие глубокой модернизации экономики России.

Еще одно условие — нормализация финансовой системы. Мелкая, деформированная, долларизированная, подвер-

женная сверхвысокой волатильности финансовая система, находящаяся в глубокой зависимости от внешних факторов, — «бедная» основа для региональной валюты.

Чтобы рубль смог стать региональной валютой, нужно пройти долгий путь к экономике роста и модернизации, к финансовому развитию на уровне «новых индустриальных экономик».

Невелика вероятность того, что этот процесс достигнет в 2016–2025 гг. таких масштабов и зрелости, чтобы «вытолкнуть» рубль в разряд региональных валют.

И, наоборот, стагнирующая экономика создает основу для уменьшения роли ее валюты в международном обороте.

В этой связи прогноз на 2016–2025 гг. следующий. Рубль — в списке 15–20 «первых» валют мира. Будет играть значимую роль (иметь заметную долю в финансовых активах, в платежном обороте, на валютном рынке) в странах постсоветского пространства. При этом рубль будет мало заметен в процессах коллективизации и диверсификации валют, идущих в глобальных финансах. Его участие в международном финансовом обороте составит не выше 1%. Будут делаться попытки более широкого внедрения рубля в рамках ЕАЭС.

Прогнозная динамика финансового регулирования

Будет продолжено внедрение в российской финансовой системе базовых решений по усилению финансового регулирования, принятых в рамках G-20. Это отнесится прежде всего к реструктуризации

банковского сектора, отрасли ценных бумаг и институциональных инвесторов (расширение периметра финансового регулирования, рекапитализация, вытеснение институтов с мелкими капиталами, адаптация новых Базельских стандартов, укрепление систем управления рисками, раскрытия информации, повышение требований к рейтинговым агентствам, развитие макропруденциального надзора (системный риск, системно значимые финансовые институты), усиление контроля за рынком деривативов и внебиржевыми рынками, за соблюдением честных торговых практик (предупреждение манипулирования и инсайдерской торговли) и т. п.). В том же направлении — деофшоризация, усиление обмена налоговой и другой финансовой информацией (в рамках соглашений между налоговыми ведомствами, регуляторами финансовых рынков, органами, противодействующими отмыванию денег и финансированию терроризма).

В среднесрочной перспективе могут быть применены «мягкие ограничения» на счет капитала, в том числе налоговые, предупреждающие внезапный уход иностранных капиталов с российского финансового рынка, одновременную остановку поступления портфельных средств нерезидентов на внутренний рынок (*capital flight, sudden stop*).

Можно прогнозировать усиление системы налоговых льгот, поощряющих длительные вложения в акции, инвестиции на финансовом рынке в активы высокотехнологичных отраслей, прямые иностранные инвестиции, несущие совре-

менные технологии и модернизацию.

Вместе с тем прогнозируется, что не произойдет переноса всей тяжести изменений, происходящих в международном финансовом регулировании, в российскую финансовую систему (прежде всего в части взимания специального банковского налога, контроля за выплатой бонусов, антициклического регулирования уровня финансового левериджа в коммерческих банках и других финансовых институтах) (накопление резервов капитала при разогреве рынка, с тем чтобы покрывать ими потери при реализации системных рисков и кризисных явлениях).

Системный риск

Внешнее давление, негативные тенденции 2014–2018 / 2019 гг., финансовые инфекции будут неизбежно приводить к накоплению значительных размеров системного риска. Как и в прошлые годы, наш рынок проявит эксцессивную волатильность, будет демонстрировать как бумы, ралли, опережающие другие рынки, так и острые рыночные шоки, переливающие финансовые инфекции и спекулятивные атаки. Нерезиденты и их операции, как и в предшествующие годы, будут стоять в центре этих движений.

Как и в 1998, 2008, 2014 гг., российская финансовая система пройдет через периоды бегства капиталов (внутренних и глобальных инвесторов). На таких развивающихся рынках, по статистике, периодичность финансовых кризисов — 1–2 раза в 10–15 лет.

Россия будет подвержена периодичности кризисов и в 2016–2025 гг. ■

