

ПОСТКРИЗИСНАЯ СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА РОССИИ

Я.М. МИРКИН

д.э.н., проф., директор Института финансовых рынков
Финакадемии

БАЗИСНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ:

– **соотношение рынка и государства** не статично и **подвержено долгосрочным циклам**. Для РФ, как и для всех стран, будет характерно **усиление государства** вслед за кризисом 2007–2009 гг. (урегулирование рисков и реструктуризация, запуск стадии подъёма), что затем приведет к **новой стадии дерегулирования** в длинных волнах «централизация – децентрализация» (расширение экономических свобод с целью усиления инноваций, ускорения развития, поощрения принятия рисков, освобождения от неэффективного менеджмента государства);

– **опережающее развитие финансового сектора по отношению к реальной экономике** – это **закономерность**, обеспечивающая способность экономики к устойчивому росту, инновациям, переходу к зрелым стадиям развития (мировая практика). Только эксцессивная или искусственно ограниченная (государством) финансовая динамика формирует системные риски;

– конкурентоспособность финансового сектора будет определяться **опережающим ростом внутреннего спроса в сравнении с внешним** (в отличие от 1995–2008 гг., с их жесткой зависимостью финансового рынка РФ от денег нерезидентов, от «горячих денег»).

ЦЕЛИ СТРАТЕГИИ

Макроэкономика – устойчивый рост, переход к инновационному типу на базе роста финансовой глубины¹; укрепление внутреннего спроса;

рост активов среднего класса; доступность кредита для всех домашних хозяйств; эффективность финансовых инструментов макроэкономической политики.

Финансовый сектор – достижение **зрелости** (уровень новых индустриальных стран); **рост** способности к инвестициям, к торговле рисками, к объективной оценке бизнеса; **переход от спекулятивной к устойчивой модели**, основанной на балансе внутреннего и внешнего спроса, ориентированной на длинные инвестиции, модернизацию экономики и финансирование инноваций; **устойчивость** к шокам; **межстрановая конкурентоспособность**; **усиление** роли РФ и рубля в мировой финансовой архитектуре; **вход** масштабных прямых иностранных инвестиций на волне посткризисного роста.

ПЕРЕХОД К НОВОЙ МОДЕЛИ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

Уход от спекулятивной модели. Ненасыщенность экономики деньгами и зависимость от внешнего денежного спроса (при низком внутреннем)², привели к созданию в РФ одной из самых рискованных в мире, **спекулятивной модели финансового сектора** (1995–2008 гг.). Она основана на **эксцессивной зависимости от инвестиций нерезидентов** (долевых и долговых, прямых и портфельных), ставших в 2000-е гг. базой эмиссии рубля и ключевым источником внутреннего кредита. При этом значимая часть финансовых активов резидентов перемещена за рубеж. Как итог, ка-

¹ «Финансовая глубина» экономики (financial depth) – ее «пронизанность» финансовыми отношениями, насыщенность деньгами, финансовыми инструментами и институтами, величина финансовой сферы в сравнении с производственным базисом. Концепция введена в 1980-е гг. Всемирным банком при изучении связи роста экономики и развития финансового сектора.

² Анализ см.: Я.М.Миркин. Национальный доклад «Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия». – М.: Финакадемия, 2008.

питалы и ресурсы финансовых институтов ограничены.

Необходима **трансформация** этой модели, привычной для третьего мира, в устойчивую и сбалансированную модель финансового сектора, адекватную по уровню новым индустриальным странам. Для этого важна **активная политика государства по увеличению финансовой глубины экономики, опережающему росту внутреннего денежного спроса** в сравнении с **внешним**, нормализации инфляции, процента, валютного курса, волатильности активов. **Значимый вклад должна внести реструктуризация финансового сектора** с целью роста его капитализации, качества управления рисками и, как следствие, способности финансировать экономику и инновации.

Конфликтность модели финансового сектора. В 1990-е гг. сделана попытка переноса в РФ «системы финансирования на базе рынка» (market-based system) англо-саксонских экономик (на базе собственности, более диверсифицированной, чем в большинстве других стран)¹. Результат – дублирование и фрагментарность инфраструктуры рынка, конфликтность регулирования, «забегание вперед» в финансовом инжиниринге. Неуспешное копирование модели финансирования инноваций, основанной на венчурных институтах, капитализирующих высокотехнологичные компании через IPO.

Для РФ неизбежна **смешанная модель финансового сектора** («bank-based» с пристройками от «market-based»). Задачи государства – содействие развитию прямых иностранных инвестиций, рынков длинных долгов, корпоративного контроля, банков; ограничение спекулятивных эксцессов; ужесточение надзора за честностью цен; налоговые стимулы для долгосрочных инвесторов в приоритетные отрасли; устранение конфликтов в регулировании и инфраструктуре. Деривативы, финансовые инновации, англо-саксонская модель в венчурном финансировании – подчинённые опции.

Низкая финансовая глубина. Насыщенность экономики финансовыми активами на уровне беднейших стран ведет к **торможению роста**, зависимости от нерезидентов, голоду на капиталы финансового сектора, завышенной цене денег. Ответ на это – осторожная **денежная политика, направленная на рост монетизации** к 2012 г. (Деньги / ВВП) до 65–70% ВВП, к 2015 г. – до 80–90% (РФ в 2007 г. – около 40%, развитые страны – 80–120%, Китай – более 160% в 2008 г.). Как следствие, насыщенность кредитами – до 70–80% (Кредиты экономике и населению / ВВП), капитализация рынка акций до 90–95% ВВП. Вместо

эмиссии рублей Банком России через покупку валюты (по сути «Валютный совет») – эмиссия на основе рефинансирования коммерческих банков под увеличение их кредитов в меру роста заёмных потребностей экономики (мировая практика).

«Избыточная» ликвидность и эксцессивные валютные резервы. «Избыточная» ликвидность выводилась в 2004 – августе 2008 гг. в качестве антиинфляционной меры, под лозунгом отсутствия инвестиционных проектов в РФ. Выведенные средства превращались в эксцессивные валютные резервы (3 место в мире в 2007–2008 гг.), вложенные в валюту и госдолг США и иных развитых стран. Это стало одной из причин зависимости финансового сектора от нерезидентов; высокой цены денег; покрытия дефицита инвестиций внешними долгами банков и компаний.

Альтернатива – отказ от вывода «избыточной» ликвидности и направление части профицита и кассовых остатков бюджета, доли внебюджетных фондов для поддержки внутреннего спроса, на инвестиции внутри РФ (лучше на публичные рынки). **Оптимизация валютных резервов** (их относительное снижение, отказ от эмиссии рублей против покупки валюты в резервы, страновая и инструментальная диверсификация).

Двузначная инфляция как константа экономики. Такая инфляция была **аномальна** при профицитном бюджете; валютных резервах, третьих в мире (2007–2008 гг.); позитивном платёжном балансе; масштабных внебюджетных резервах; закреплённом курсе рубля и эмиссии только против притока валюты (2005 – лето 2008 гг.). В значимой мере носит немонетарный характер, при неэластичности цен к факторам снижения (пример – слабая связь с падением в 2–4 раза мировых цен на сырьё в 2008 г.).

Нормализация инфляции до 1–3%, обычных в мировой практике, требует **перехода к активной модели антимонопольного регулирования**, включающей политику: ограничения цен естественных монополий (крупнейшие компании с госучастием, инфраструктурные услуги); снижения регулятивных издержек как части монопольных цен; лимитирования цен по ключевым товарам, если в них заложена эксцессивная рентабельность, а также цен госзаказов; международных ценовых сопоставлений в антимонопольном регулировании и госзаказе; превращения антимонопольного ведомства в первоклассное, увеличения его ресурсов.

Эксцессивная цена денег – встроенный элемент экономики РФ. Двузначный ссудный процент аномально высок в финансово здоровой

¹ Для них обычна модель финансового сектора, ориентированная на капиталы с контрольными участиями, банки и долги (bank-based system).

экономике, при цене денег на межбанке до 2–3% (2005–2007 гг.). Процент стал барьером в доступности кредитов, а банковская процентная маржа – одной из самых высоких в мире.

Ключ к нормализации – **новая процентная политика Банка России (снижение цены его кредитов банкам и доходности на рынке госдолга, контролируемом Банком России и крупными банками с госучастием, переход к антициклической политике регулирования процента)**. Тот же вектор – у **низкопроцентных кредитно-депозитных схем государства** (ипотека, образовательные кредиты, кредиты приоритетному бизнесу), если ими заместят субсидирование процента. При размещении дешёвых депозитов, переданных государством, процент и банковская маржа могут лимитироваться.

Деформации в валютной политике. Закреплённый курс рубля при сверхдоходности финансовых активов и открытом счёте капиталов – **атрибут валютной политики** в РФ (1995–98 гг., 2004 – лето 2008 гг.). Это классический механизм запуска кризиса (спекулятивных атак, финансовых инфекций и мыльных пузырей), создания потока «горячих денег» нерезидентов (внешних долгов, спекулятивных инвестиций, срочных валютных сделок) в экономику. Формирует жёсткую зависимость рынка от мировой финансовой динамики, автоматически переносит из-за рубежа системные риски. Дважды (1997–98 гг., 2007–2008 гг.) сыграл значимую роль в генерации кризисов в РФ.

Задача – **отказ от искусственной фиксации курса рубля как способа борьбы с инфляцией** (бесперспективно, она – немонетарная). Узкий коридор / закрепление курса рубля при открытом счёте капиталов возможен лишь при нормализации процента и подавлении немонетарной инфляции. Более реалистична – **антициклическая политика валютного курса**, с плаванием рубля в широком диапазоне (с постепенным его сужением по мере снижения процента, роста финансовой глубины, сокращения волатильности).

Проблемная политика счёта капиталов. Экстремальные риски. Либерализация счёта капиталов в 2004 г. при сверхвысокой доходности финансовых активов и закреплённом курсе рубля – одна из причин усиления спекулятивной компоненты, подверженности рынка системным рискам в 2007–2009 гг. Колебания стоимости финансовых активов в РФ – одни из самых высоких в мире. Риски, возникающие за рубежом, переносятся автоматически. Внутренний финансовый рынок подвержен мыльным пузырям, спекулятивным атакам, финансовым инфекциям. Экстремальность всех видов рисков – одна из причин постоянного вывоза длинных капиталов.

Открытый счёт капиталов может сохраняться только при условии политики, направленной на рост финансовой глубины экономики; на увеличение роли внутреннего денежного спроса; на нормализацию инфляции, валютного курса, доходности и волатильности финансовых активов. Другие условия – здоровье государственных финансов, платёжного баланса, валютных резервов; реструктуризация финансового рынка с целью повышения его устойчивости; начало активного антициклического регулирования. В ином случае – неизбежны частичные ограничения на счёт капиталов, снижающие системные риски и эксцессивную волатильность.

СВЯЗЬ С ПОЛИТИКОЙ В ОБЛАСТИ СОБСТВЕННОСТИ И ГОСУДАРСТВЕННЫХ ФИНАНСОВ

Посткризисное восстановление и модернизация невозможны на основе рынков капиталов, подобных российскому. Они не обладают ёмкостью, спекулятивны, зависят от нерезидентов, крайне волатильны. Эксцессивна стоимость капитала – барьер для сектора инноваций, точек роста в экономике, домашних хозяйств. Кризис временно усиливает роль государственных финансов как «подъёмного механизма» для выращивания внутреннего спроса и предложения, развития финансового сектора.

Границы собственности государства. Расширение госсектора имеет границы. За ними экономика становится административной, а политика развития финансового сектора – бесперспективной. В будущем РФ предстоит новая волна дерегулирования. Одно из решений (мировая практика) – обособление в отдельный фонд и **распродажа на публичном рынке активов, приобретённых государством в период кризиса 2007–2009 гг.** (доли капиталов банков, сформированных за счёт государства, акции реального сектора и кредитных организаций, выкупленные банками за счёт господдержки).

Налоговый пресс. Налоги и квази-налоги превышают 40% ВВП (Китай – до 25%), что вытесняет РФ в зону стран с низкими темпами роста и накопления (мировая практика). Мало используется мировой опыт стимулирования инвесторов. Налоговые льготы ограничены. Необходимы **снижение налогового пресса и стимулирование накопления** на основе **системы налоговых льгот** (китайский, иной страновой опыт), поощряющих: **прямые иностранные инвестиции** под модернизацию производства; **вложения в инновации и приоритетные отрасли**; **длинные инвестиции в акции**; **вложения бизнеса в публичный сектор**, экономящие бюджетные средства (эндаументы, ЧГП).

Реструктуризация бюджета. В экспортных экономиках, таких, как РФ, бюджетные расходы обычно не эластичны к сокращению бюджета при падении цен на экспорт. Следствие – кризис публичных финансов и монетарная инфляция. Поэтому **цели бюджета** после цикла «взлёт – падение цен» в 2000–2008 гг. – рост и диверсификация доходов бюджета за счёт стимулирования внутреннего спроса и предложения; эластичность расходов, с учётом безопасности РФ; реструктуризация (рост доли расходов на развитие); жёсткость бюджетного финансирования (под результат, нормативы); рост внебюджетной базы («корпоратизация» учреждений, ЧПП, эндаументы).

Узость внутреннего предложения. Борьба с кризисом за счёт роста внутреннего предложения и спроса (в сравнении с внешним) требует **расширения инвестиций государства, программ общественных работ** (мировая практика). В их составе для РФ – **формирование госзаказа** и связанного с ним **финансирования на вложения в инфраструктуру** (дороги, коммуникации, энерго- и водоснабжение, коммунальные сети); **в приоритетные территории** (восстановление экономики и социальной среды центральных районов РФ, сети аграрных поселений).

Прогнозируются массовые **программы финансовой поддержки государством** приоритетных компаний с целью замещения импорта и поощрения спроса на товары внутреннего производства (бюджетные и налоговые кредиты, централизованные кредиты, рефинансируемые Банком России, субсидирование процента, депозитно-кредитные схемы, бюджетные инвестиции). Они должны осуществляться в объёмах, не нарушающих рыночной природы экономики, быть связанными с планами реструктуризации.

Деформации в финансах развития. В РФ отсутствует весь спектр финансовых институтов развития с участием государства. Часть институтов действует формально, они ограничены в средствах, не дают доступа к кредитам с низкими регулятивными издержками и процентом. Необходимы: значимое **увеличение ресурсов** институтов развития, обслуживающих экспорт и сельскохозяйственный кредит; **новые институты** в сфере образовательного кредита и микрофинансирования. На базе **депозитно-кредитных схем** возможно создать **систему массового дешёвого кредита** (5–6%) в аграрном секторе, ипотеке жилья, земли, транспортных средств для населения и мелкого бизнеса.

МИРОВАЯ ФИНАНСОВАЯ АРХИТЕКТУРА И РОЛЬ РФ

Однополярная архитектура (денежные центры в США, Великобритании и группе развитых

стран) не полностью отвечает новым экономическим реалиям, формирует преимущества для узкой группы стран, связана, как показал кризис 2007–2009 гг., с угрозами стабильности России. Инфраструктура мировых рынков политизирована, завышает риски РФ. Небольшие рынки легко манипулируются глобальными инвесторами. **Стратегическая задача** – содействие в реформе управления МВФ (превращение его в объективный и независимый институт). **Альтернативы** – новые организации в рамках «G-20», BRIC и т.п., частично замещающие функции МВФ (стабфонды групп стран, клуб стран – крупнейших держателей валютных резервов («валютная ОПЕК»), многостороннее рейтинговое агентство, межправительственная организация для борьбы с манипулированием на глобальных рынках, аналог FATF в этой области).

Непрозрачность международных финансов. Непрозрачны и слабо регулируемы огромный внебиржевой оборот; финансовый инжиниринг на основе секьюритизации и деривативов; перенос рисков за балансы банков; хедж-фонды и трастовые структуры. Следствие – накопление скрытых системных рисков. Поле **решений**: международные стандарты, обеспечивающие информационную прозрачность всех сегментов финансового рынка; многосторонняя организация для мониторинга системных рисков (или преобразование Форума финансовой стабильности при Банке международных расчетов).

Отсутствие центров международной ликвидности в РФ. Привлечение ликвидности «нерезидент – нерезидент» – эффективная стратегия увеличения финансовых ресурсов страны, роста вклада финансового сектора в ВВП (до 8–10% в лондонском Сити), укрепления статуса рубля, создания рабочих мест и современной инфраструктуры. **Архитектура МФЦ** в РФ может быть **многоуровневой**:

– **национальный проект «Финансовая площадка Россия»** (аналог – Германия, 1990-е гг.), создание в РФ финансового центра для постсоветских и других развивающихся рынков. Программа содействия росту конкурентоспособности финансового рынка РФ, льготные налоги для нерезидентов по длинным инвестициям (мировая практика); программа маркетинга для продвижения рынка РФ как площадки для нерезидентов;

– **Москва как МФЦ** (создание удобной среды для нерезидентов; программа льгот (налоги, аренда, доступ к иным ресурсам города); система управления проектом в структуре города (аналог – Лондон, Франкфурт);

– **МФЦ как агентство** (членство дает право на налоговые льготы по сделкам «нерезидент – не-

резидент» (аналоги – Дублин, Ванкувер, Монреаль, Алма-Ата));

– **международный сегмент на биржах** для сделок нерезидентов между собой, под налоговые льготы (аналоги – Стамбул, Алма-Ата);

– **2 свободные финансово-банковские зоны** (Калининград и Сочи, др.) под юрисдикцией РФ [аналоги – Великобритания (острова Мэн, Гернси, Джерси), Дубай].

Потеря преимуществ РФ в интеграции рынков капитала СНГ. Политика в этой области не наступательна. Теряются уникальные шансы по концентрации в РФ финансовых инструментов, институтов и денежных ресурсов из стран СНГ. В рамках МФЦ эффективны **односторонние решения** по либерализации доступа – «единый паспорт» финансовых институтов и инструментов, зарегистрированных в СНГ, ЕврАзЭС или иных группах, их односторонний свободный допуск на внутренний рынок, если они адекватны регулированию в РФ.

Центры ценообразования на российское сырье находятся **за рубежом** (биржи Лондона, Нью-Йорка, Чикаго, Токио, др.). Отсутствует регулятивная и операционная способность влиять на цены, хотя рыночный риск экстремален. Важно создать в РФ **крупный биржевой центр** ценообразования на экспортное сырье (интегрированная торговая, депозитарная и расчётно-клиринговая структура «Русские биржи»). Связанная задача – **биржевой рынок квот на выбросы** (аналог – климатические биржи за рубежом).

РОСТ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ И УСТОЙЧИВОСТИ РЫНКА К РИСКАМ

Чрезмерная концентрация собственности и ограниченность инвестиционного потенциала фондового рынка Бизнес в РФ обычно контролируется узкой группой собственников. Следствия – социальные риски, невозможен «народный капитализм», сужен спрос на акции, подавлены стимулы к росту капитализации. Внутренний денежный спрос на финансовые инструменты резко ограничен. Интересы инвесторов искажены дефицитом налоговых стимулов. На рублёвом рынке трудно получить крупные деньги (IPO, займы под низкий процент). Итог – многим компаниям не интересен выход на фондовый рынок, они фальсифицируют собственность, имеют множественный учёт, значимые теневые обороты, искусственно раздроблены и нуждаются в реструктуризации.

Возможные меры: **налоговые стимулы** для всех классов инвесторов (розничных, институциональных, нерезидентов) в длинные активы и приоритетные отрасли; **снятие** правовых барьеров для опционов менеджеров; **введение** корпоративных

пенсионных и инвестиционных планов, индивидуальных пенсионных счетов под налоговые льготы; **налоговые льготы** для инвесторов в эндаументы и благотворительные фонды; **снятие** излишних ограничений на активы институциональных инвесторов; **направление** доли (5–15%) средств государственных внебюджетных фондов для их вложения в рублёвые корпоративные облигации через независимых управляющих; **восстановление** общедоступной бесплатной системы раскрытия информации (об эмитентах и институтах рынка) в собственности государства (аналог – США).

Деформации в архитектуре финансового сектора, вызывающие системные риски – низкая капитализация институтов; чрезмерная концентрация денежных ресурсов и рынков в Москве; олигополия по институтам и инструментам; информационные асимметрии; слабости управления рисками и надзора; отсутствие компенсационных фондов на фондовом рынке и др. **Программа действий:** **банки** – рост капиталов, пруденциальные требования по Базелю, ужесточение требований к управлению рисками и прозрачности, на этой основе реструктуризация сети; **ценные бумаги, деривативы и институциональные инвесторы** – рост требований к капиталам, введение пруденциального надзора (менее жёсткого, чем в банках) и требований к управлению рисками и раскрытию информации, как следствие, оздоровление сети, создание компенсационных фондов; **операции за балансом, вне биржи, финансовый инжиниринг** – обеспечение информационной прозрачности; **финансовые конгломераты** – переход к регулированию и пруденциальному надзору за ними.

Дефицит доверия инвесторов, неэффективность рынка. Высока доля манипулирования и инсайдерства; ограниченно раскрытие информации, надзор за рынком, правоприменение при нарушении прав инвесторов на публичных рынках. **Ожидаемые меры** – развитие реальной (вместо формальной) регулятивной инфраструктуры и практики правоприменения; создание Службы финансового омбудсмена (мировая практика).

Фрагментарность рынка. Рынок перегружен организационными, информационно-технологическими, регулятивными барьерами. Важно внедрить **концепцию** «Национальный финансовый рынок», снижающую фрагментарность и транзакционные издержки (аналог – США):

– **консолидация инфраструктурных институтов рынка;** создание национальной депозитарной и расчётно-клиринговой корпорации (в мире много аналогов); переход к концепции «Русские биржи» (Spanish Exchanges, OMX Exchanges, Hong Kong Exchanges), объединяющей все организованные товарные и финансовые рынки;

– **интеграция входа** на рынки для участников («единый терминал» и межбиржевая система для сделок на любых рынках РФ, по лучшим ценам и с минимумом издержек) (аналог – США).

Ограниченная эффективность регуляторов. Операционная способность и ресурсы государственных регуляторов фондового и страхового рынков, рынков пенсионных накоплений и коллективных инвестиций не соответствуют их задачам и функциям. Крайне ограничена практика правоприменения, относящаяся к честности цен на финансовые активы. Необходима реформа регулирования финансового рынка; завершение создания мегарегулятора; увеличение ресурсной базы государственных регуляторов; перенос акцентов

на саморегулирование, на надзор за честностью цен, за уровнем рисков рынка, на пруденциальный надзор (ценные бумаги и деривативы).

Мониторинг кризисов. Финансовые кризисы – встроенный элемент циклов глобальной и российской экономики (с её экстремальной волатильностью). Регуляторы и рынок не были готовы к системным рискам 2007–2009 гг. Необходим посткризисный контроль за накоплением системных рисков (система мониторинга угрозы кризисов; её институционализация; международная отчётность о финансовой стабильности; планы совместных акций регуляторов при шоках; программы обмена данными и координации действий с зарубежными регуляторами, исследования механизма шоков).

ЛИТЕРАТУРА