



Институт
Современного
Развития

Структурная модернизация финансовой системы России

(Резюме аналитического доклада)

Март 2010 г.
Москва

Содержание

ВВЕДЕНИЕ. К новому качеству финансовых институтов.....	3
РАЗДЕЛ I. Время выбора: от форсированного роста к сбалансированному развитию.....	4
РАЗДЕЛ II. Технологии желаемых перемен	11
<i>Переход к модифицированному инфляционному таргетированию</i>	<i>12</i>
<i>Структурные реформы в банковском секторе.....</i>	<i>14</i>
<i>Консолидация сектора и приватизация госбанков</i>	<i>17</i>
<i>Повышение доступности финансовых услуг</i>	<i>21</i>
<i>Индикаторы качества финансовой системы</i>	<i>22</i>
<i>Формирование международного финансового центра (МФЦ)</i>	<i>26</i>
<i>Развитие организационно-управленческих механизмов.....</i>	<i>30</i>

Руководители авторского коллектива:

Бородин А. Ф., Юргенс И. Ю.

Авторский коллектив:

Ведев А. Л., Данилов Ю. А., Масленников Н. И., Моисеев С. Р., Березинская О. Б.,
Ковалева М. А., Косарев А. Н., Хромов М. Ю.

ВВЕДЕНИЕ. К новому качеству финансовых институтов

Состояние национальных финансовых систем всегда было одним из важнейших факторов, определяющих скорость и устойчивость социально-экономического развития. Существенная зависимость от регулятивных действий государства обеспечивала при этом едва ли не ведущую роль финансовой сферы в реализации политического выбора той или иной модели роста; глобализация экономики и финансовых рынков основательно усложнила эту взаимосвязь.

Доступ частных и государственных компаний к глобальному рынку капитала привел к тому, что фундаментальной основой национальных экономик во все большей мере становится всемирное хозяйство. В свою очередь, финансовые рынки стали существенно более автономными в своем развитии. Следствием этих сдвигов во многом оказалась текущая глобальная турбулентность, требующая нового понимания роли финансовых систем в послекризисном мире.

Поиск путей создания новой международной финансовой архитектуры и шаги в этом направлении, определение места бюджетных и денежно-кредитных инструментов в «стратегиях выхода» уже привели к необходимости переосмысления основ макроэкономической политики. Недавний доклад МВФ «Rethinking Macroeconomic Policy» – наглядное тому свидетельство. Формирование адекватных подходов к модели развития после кризиса все ощутимее укореняется и в России, практически совпадая по содержанию с конкретизацией «модернизационной повестки» и объемов финансовых ресурсов, необходимых для ее реализации.

В сфере госфинансов уже наметился качественный прорыв в связи с программой повышения эффективности бюджетных расходов в 2010–2012 гг. – это крайне необходимое условие модернизации российской финансовой системы, но, однако, далеко недостаточное. Модель экономического роста, в которой главной движущей силой призваны стать частные инвестиции, должна складываться, в том числе, из действий, направленных на расширение их источников, т.е. структурных реформ в банковском секторе, многократного увеличения емкости российского финансового рынка, преодоления дефицита «длинных» денег.

В настоящее время, как никогда ранее, велико значение сопряженности качества экономической динамики и уровня развития финансовой системы. Несбалансированность экономического роста ведет к усугублению диспропорций в финансовых потоках, провоцирующих, в свою очередь, еще больший масштаб структурных экономических проблем. С другой стороны, последовательная и ответственная финансовая политика,

взаимоувязанная по целям и ресурсам, способна придать серьезные стимулы оптимизации темпов развития и наполнению его новым содержанием. В таких условиях конкурентоспособность национальной экономики все более зависит от качества финансовых институтов, доступности их услуг для бизнеса и населения. Этим же во многом определяются комфортность инвестиционного и делового климата, возможности и ограничения для реализации того или иного сценария модернизации России. Обязательным же условием остается правильный выбор ключевых приоритетов развития финансовой системы и перезагрузки ее регулятивной среды.

РАЗДЕЛ I. Время выбора: от форсированного роста к сбалансированному развитию

В течение последнего десятилетия российская экономика убедительно доказала, что может поступательно развиваться: рост реального ВВП за десятилетие (1998–2008 гг.) составил 94%, инвестиции увеличились более чем на 200%, а реальные доходы населения – на 137%. Несмотря на высокую инфляцию и отрицательные реальные процентные ставки, банковские сбережения населения в рублях выросли за период 2000–2009 гг. в 21 раз. Обменный курс рубля по отношению к основным мировым валютам практически не изменился. Вместе с тем сегодня уже очевидно, что к 2010 г. не удалось решить задачу удвоения ВВП, поставленную в 2000 г. Сохраняется отставание России от ряда стран, являющихся ее прямыми конкурентами на мировом рынке (Китая, Индии; в течение последних, кризисных, лет – Бразилии), что позволило авторитетным мировым экспертам говорить о том, что Россия начинает выпадать из «группы БРИК».

Экономический рост в новейшей истории России начался лишь после системного финансового кризиса 1998 года. Повышение мировых цен на нефть и прочие сырьевые товары позволило достичь сбалансированности бюджета и усилить роль государства в национальной экономике. Создание Стабилизационного фонда решало не только задачу стерилизации масштабного притока нефтедолларов, но и создало определенный финансовый «запас прочности». Именно в пик кризиса в конце 2008–2009 гг. накопленные в «тучные годы» ресурсы позволили российскому правительству оказать значимую поддержку банковской системе и бюджету. Однако циклический период высоких сырьевых цен не был использован для проведения масштабной модернизации российской экономики, реализации инфраструктурных проектов – для укрепления конкурентоспособности национальной экономики это время было упущено.

Форсированный рост российской экономики в 2006 – первой половине 2008 гг. поддерживался расширением потребления, обеспечиваемым не только доходами, но и

банковской системой: прирост внутреннего спроса уже более чем на треть был прокредитован банками; доля же этого источника в финансировании капитальных инвестиций составила лишь 9%. Рост экономики за счет расширения потребления, финансируемого «нефтедолларами» и внешними займами, оказался неустойчивым. Под воздействием глобального кризиса всего в течение нескольких месяцев промышленное производство вернулось на уровень 2005 г., а внешний частный долг сегодня уже превышает валютные резервы России.

В прошедшее десятилетие фактор инвестиций являлся одним из самых мощных в экономической динамике. Начиная с 2002 г. экономический рост был в значительной мере связан с инвестиционной активностью субъектов хозяйственной деятельности. Это привело к увеличению роли финансового сектора до критически важного уровня: соотношение объема инвестиций, привлекаемых российскими предприятиями на финансовых рынках, и объема инвестиций в основной капитал выросло с 9.1% в 2001 г. до 67.5% в 2007 г.

При этом рост данного соотношения начиная с 2005 г. был во все большей степени обусловлен увеличением объема размещений российскими предприятиями своих ценных бумаг на зарубежных рынках, а с 2006 г. – и резким ростом внешних заимствований отечественных банков. С 2004 г. инвестиции предприятий и банков с ведущей ролью государства, а также бюджетные расходы, стимулировавшие, в том числе, опережающее расширение платежеспособного спроса, начали играть чрезмерно активную роль в обеспечении экономического роста. В результате произошло снижение экономической обоснованности и целесообразности привлечения финансовых ресурсов. Менее ответственная инвестиционная политика менеджеров в условиях преобладания роли государства в экономике привела к разбалансировке финансового сектора и экономики в целом.

В условиях продолжающегося мирового финансового (и экономического) кризиса России не удалось стать «тихой гаванью». Несмотря на накопленные международные резервы – а по этому показателю Россия занимала 3-е место в мире, – национальная банковская система и финансовые рынки не смогли смягчить негативное внешнее воздействие.

Усилили кризисные проявления накопленные в период форсированного экономического роста системные и структурные проблемы:

- дефицит ресурсов нефинансового сектора – разрыв между кредитами и депозитами предприятий и населения превысил в середине 2008 г. все собственные средства банковской системы;

- высокая инфляция, борьба с которой монетарными методами осложняется низким уровнем развития конкурентной среды;
- непропорционально высокая зависимость экономики в целом и финансовой сферы в частности от обменного курса рубля;
- значительная сегментация банковской системы, проявляющаяся в разных требованиях к ликвидности, капитализации, доступе к внешнему и внутреннему финансированию и, в конечном итоге, к уровню рисков;
- низкая эффективность использования внешних займов – лишь 20–25% из них направлялась на кредитование нефинансового сектора.

Отрицательное воздействие мирового кризиса осуществлялось по двум направлениям.

Во-первых, на мировом рынке снизились как цены на сырье, так и спрос на продукцию российского экспорта. В результате резко уменьшились доходы крупнейших отечественных предприятий и консолидированного бюджета РФ. В итоге это привело к падению доходов населения и к росту безработицы.

Во-вторых, фактическое закрытие мирового рынка капитала для российских заемщиков создало значительные проблемы для рефинансирования внешней задолженности. Невозможность рефинансировать внешнюю задолженность привела к вынужденному аккумуляции ресурсов на внутреннем рынке – как за счет сворачивания инвестиционных программ и производственной деятельности, так и за счет государственных средств. Кроме того, финансовый кризис был усилен низким уровнем управления рисками – и не только в российских банках, но и на промышленных предприятиях. Часто безответственная политика по привлечению и управлению финансовыми ресурсами создает сегодня целый спектр угроз, связанный с проведением бесперебойных расчетов в экономике, ростом взаимных неплатежей, задолженности по выплате заработной платы и платежам в бюджет, отказом от обслуживания банковских кредитов.

Очевидно, что после достижения первых признаков стабилизации неизбежно встанет вопрос о дальнейшем направлении развития экономики России. Наиболее рациональным был бы выбор модели, сочетающей в себе преимущества относительно быстрого роста с достижением и сохранением его стабильности и устойчивости к внешним воздействиям. Экономический рост должен сопровождаться улучшением структуры институциональных финансовых потоков, что, в свою очередь, предполагает существенное усиление вклада национальной финансовой сферы в противодействие

внешним шокам, развитие и укрепление конкурентных позиций России в глобальной экономике.

Формирование новой финансовой политики должно учитывать важнейший урок форсированного роста российской экономики в 2006 – первой половине 2008 гг. Он заключается в том, что такие понятия, как «увеличение валовых экономических показателей» и «качественный (устойчивый к внешним шокам и опирающийся на увеличение конкурентоспособности) рост экономики», могут не совпадать. Поэтому достаточно реалистична угроза того, что приоритет инновационного, инвестиционного развития, высокой конкурентоспособности может остаться лишь декларацией не только сейчас, но и после завершения кризиса. Это весьма вероятно, если финансовая политика уходящего десятилетия будет продолжена в дальнейшем. Прямое бюджетное финансирование и субсидирование заведомо убыточных проектов за счет накопленных резервов, поддержанные благоприятной внешней конъюнктурой, лишь создадут видимость восстановления производства и потребления и отложат на будущее решение структурных проблем. Любая попытка вернуться к ним вновь будет существенно дороже и сложнее.

Реализуя антикризисную политику, правительство России подтвердило неизменность основных положений Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г. (КДР). В Концепции финансовому сектору отводится роль создания необходимых предпосылок для поддержания высоких темпов экономического роста (в среднем 6–7% в год до 2020 г.). Непосредственно перед денежно-кредитной политикой на указанный период ставятся задачи снижения инфляции до 3%, повышения уровня монетизации экономики (отношения М2/ВВП) до 70–75%, увеличения объемов банковского кредитования нефинансового сектора до 80–85%. Представляется, что достижение столь высоких целевых ориентиров будет связано с усилением угроз финансовой стабильности и привнесет дополнительные структурные диспропорции в развитие финансового сектора.

Повышение уровня монетизации (иными словами, насыщение деньгами) экономики рассматривается в КДР как одна из ключевых задач финансовой сферы для обеспечения устойчивых темпов экономического роста. Системность данной проблемы очевидна – в России слишком мало внутренних ресурсов для удовлетворения потребностей реального сектора в оборотных средствах и капитальных инвестициях. Ключевыми являются вопросы, насколько достижимы поставленные правительством ориентиры, какие для этого будут использованы ресурсы и насколько серьезна при этом будет угроза ускорения инфляции.

Международные сопоставления показывают, что ускоренный рост монетизации экономики возможен. Однако при этом обращают на себя внимание два факта: во-первых, форсированная монетизация наблюдалась при сравнительно низкой инфляции; во-вторых, доля наличных денег в совокупном денежном предложении находилась на невысоком уровне в 7–12%, что втрое ниже, чем в России. На существенно более продвинутых рубежах находилось в других странах и развитие безналичных платежных систем.

Достижение монетарных ориентиров предполагает, что темпы роста денежной массы не должны быть ниже 25% в 2010–2015 гг. и 15% в 2016–2020 гг. Фактически это означает, что темпы роста рублевой денежной массы должны устойчиво опережать темпы роста товарной массы в 1.5–2 раза. С учетом того, что фактор «девалютизации» сбережений уже не может быть использован (как это было в начале прошлого десятилетия), планируемая монетизация ВВП будет не менее инфляционной, чем в период 2001–2007 гг., когда денежным властям так и не удалось справиться с двузначной инфляцией.

В КДР указаны ориентиры по росту банковского кредитования экономики с 41% в 2008 г. до 80–85% к 2020 г. Логика Концепции предполагает расширение, на основе кредитной экспансии, внутреннего спроса и оживление инвестиционных процессов. Однако представляется, что достижение этих ориентиров, особенно одновременно с целевой проекцией по росту монетизации, будет сопряжено с сохранением неустойчивости финансовой системы – возможно, даже более сильной, чем перед нынешним кризисом. Это связано с рядом обстоятельств.

Во-первых, для выполнения намеченных ориентиров кредит, как и денежная масса, должен расти заметно быстрее, чем товарная масса: рост номинального объема кредитного портфеля должен составить 20–30% в 2010–2015 гг. и 13–17% в 2016–2020 гг. Вклад прироста банковского кредита в увеличение номинального объема валового выпуска в период до 2020 г. при таком сценарии развития должен быть не менее 50–60% – иными словами, экономический рост должен стать гораздо более «кредитозависимым», чем он был перед кризисом.

Во-вторых, целевые ориентиры КДР по расширению объемов кредитования экономики превышают ожидаемые объемы роста денежной массы (агрегат M2) на 10% ВВП. По нашим оценкам, вероятно увеличение «кредитной ямы» (т.е. нехватки внутренних ресурсов для кредитования экономики) до 16–18% ВВП к 2020 г. Это означает, что рост кредитов, закладываемый в параметры КДР, не может быть осуществлен без обеспечения масштабного притока в страну иностранного капитала, а модель кредитной экспансии должна будет во многом повторять модель роста 2006–2008

гг. Напомним, что именно сочетание избыточной зависимости экономического роста от кредита и от опоры кредитования на внешние ресурсы стало, по мнению многих экспертов, причиной того, что российский кризис протекает значительно острее, чем в большинстве развитых стран.

В-третьих, представляется маловероятным столь быстрое расширение спроса на кредит со стороны экономики. Прежде всего подразумевается спрос на него со стороны предприятий и населения с приемлемым уровнем рисков: форсированный рост кредитования населения в 2004–2008 гг. привел к увеличению задолженности домашних хозяйств по банковским кредитам до 80% индивидуальных банковских сбережений: с началом же кризиса просроченная задолженность по таким кредитам начала быстро расти. Предприятия использовали банковский кредит главным образом для финансирования оборотного капитала, тогда как в капитальных инвестициях доля банковского кредитования не превышала 9%. Хронический разрыв между уровнем рентабельности предприятий и процентом по банковским кредитам является основным ограничителем для расширения спроса на кредит со стороны реального сектора.

Таким образом, логика развития финансового сектора, заложенная в КДР, соответствует **сценарию форсированного роста** банковской системы и финансовых рынков. Позитивным моментом при этом выступает возможность достижения высоких темпов экономического роста. Однако оборотной стороной этого являются высокие риски финансовой стабильности, напрямую провоцирующие банковские, валютные и долговые кризисы. Есть основания полагать, что «стоимость» преодоления подобных кризисов будет возрастать по мере усиления воздействия финансовой сферы на результаты реального сектора.

Возможен и **инерционный сценарий развития**, предполагающий фактическую консервацию структуры финансовой сферы. При этом вероятны лишь постепенное ослабление рисков и снижение уровня инфляции, развития банковской системы и финансовых рынков – однако все текущие структурные проблемы финансовой сферы остаются. В результате при сравнительно невысоких темпах экономического роста сохранится значительная зависимость национальной финансовой сферы от ситуации на глобальных сырьевых рынках и от внешнего капитала, обуславливающая ее повышенную уязвимость в том, что касается будущих мировых циклических кризисов.

Наиболее рациональным вариантом развития в ближайшие годы видится определенное «жертвование» темпами экономического роста в пользу большей сбалансированности и устойчивости, предполагающих:

- приведение в соответствие потребности экономики в кредитных ресурсах и возможности банковской системы (в том числе с помощью государства и внешнего рынка капитала) их предоставлять;
- последовательное развитие во времени факторов производства: объективные временные лаги между капитальными инвестициями и увеличением мощностей, ростом производительности труда предполагают умеренное расширение спроса;
- устранение текущих рисков и дисбалансов – на кредитном и межбанковском рынке, в использовании внешних средств, сокращении просроченной задолженности и решении проблемы «плохих» долгов;
- снижение зависимости российской финансовой сферы от состояния внешней среды; последовательная подготовка к новым реалиям денежной политики, предполагающим как изменение каналов денежного предложения, так и постепенный переход к модифицированной политике таргетирования инфляции;
- рост капитализации национальной банковской системы;
- развитие финансовых рынков, которые станут естественным дополнением банковской системы в привлечении ресурсов нефинансового сектора, позволят эффективно решать проблемы банковской ликвидности, аккумулировать внутренние сбережения и содействовать привлечению внешнего капитала;
- сокращение роли «пузырей неторгуемых товаров». Этот достаточно популярный термин весьма отчетливо отражает последствия притока в Россию «нефтедолларов» в виде неоправданного повышения цен на товары, не испытывающие конкуренции со стороны импорта.

При этом структурные реформы не должны ограничиваться лишь финансовым сектором – исключительно важен рост производства добавленной стоимости в промышленности за счет сокращения издержек, обновления основных фондов и повышения производительности труда. Взаимодополнению реструктуризаций реального и финансового секторов экономики должны содействовать усиление конкуренции и завершение структурных реформ в отраслях естественных монополий.

Расчеты показывают, что сбалансированное развитие с опорой на внутренние ресурсы позволяет увеличить совокупный объем денежной массы к 2020 г. до 65% ВВП, а объем банковских кредитов экономике – до 60% ВВП. Эти параметры уступают сценарию форсированного развития, но допускают, что чистый приток иностранного капитала в негосударственный сектор экономики не будет превышать в среднем за год 2% ВВП (пиковый приток внешнего капитала в прошедшее десятилетие отмечался в 2007 г. – 6.4% ВВП). Данный сценарий предполагает ликвидацию «кредитной ямы» и консолидацию

банковского сектора: доля наличных денег в денежной массе (отношение M0/M2) будет постепенно снижаться до «цивилизованного» уровня в 15–17%, а доля счетов в иностранной валюте в общем объеме безналичных средств к 2020 г. может уменьшиться до 5–7% с 25% в 2008 г.

Преимущества **сценария сбалансированного развития** очевидны: при устойчивом сокращении дефицита ресурсов достигается вполне приемлемый рост банковского кредитования. Вместе с тем реализация этого сценария требует существенных усилий со стороны денежных властей, связанных как с решением структурных проблем, так и с регулированием развития финансовой сферы. Последнее должно быть направлено на предотвращение «перегрева» кредитного и прочих рынков, а также колебаний притоков/оттоков капитала. Необходимы изменения структуры денежной массы и укрупнение банковской системы. Выбор сценария сбалансированного роста должен быть осознанным, а его реализация – скоординированной между всеми ветвями денежных властей. Результатом же «топтанья на развилке», на которой в настоящее время находятся экономика и финансовая система России, скорее всего, станут снижение темпов экономического роста и, возможно, еще большие структурные проблемы.

РАЗДЕЛ II. Технологии желаемых перемен

Современный этап финансовой глобализации характеризуется значительным возрастанием роли конкуренции национальных регулятивных институтов (regulatory competition). Возможность «регулятивного арбитража», т.е. минимизации издержек инвесторов и прочих участников рынка, связанных с теми или иными нормами и практиками финансового (в широком смысле) регулирования, прямо влияет как на рентабельность отдельных сделок, так и на оценку «выбираемого» инвестиционного климата. Именно поэтому повышение качества институтов финансовой системы, являясь принципиально значимым условием усиления национальной конкурентоспособности, одновременно является и главной целью необходимых структурных трансформаций в этой сфере, критически важной для обеспечения устойчивого долгосрочного экономического роста в стране.

Что касается сектора собственно государственных финансов, то вектор предстоящих перемен здесь в целом задан предложенной Министерством финансов РФ «Программой повышения бюджетных расходов на 2010–2012 годы». Ее последовательная реализация, как представляется, означала бы своего рода революцию в решении существующих проблем бюджетной политики. Вместе с тем существует и ряд других

чрезвычайно актуальных вопросов развития финансовой сферы, выработке алгоритмов решения которых должно быть уделено, на наш взгляд, первоочередное внимание.

Переход к модифицированному инфляционному таргетированию

В долгосрочной перспективе главной целью Банка России должно быть снижение инфляции до уровня не более 3% за год, что ненамного превышает целевое значение инфляции нашего главного торгового партнера – еврозоны, где ориентир прироста цен составляет 2%. В ближайшей перспективе Банк России предполагает завершить переход к режиму инфляционного таргетирования и к свободному плаванию курса рубля. Полагаем, что для полноценного таргетирования инфляции ценовая стабильность должна быть обозначена в качестве единственной конечной цели денежно-кредитной политики Банка России; для этого желательно внести изменения в Федеральный закон «О Центральном банке РФ (Банке России)», которые уточняли бы понятие «защита и обеспечение устойчивости рубля» как поддержание покупательной способности рубля, т.е. как сохранение низкой, устойчивой и предсказуемой инфляции.

В условиях существенной зависимости счета текущих операций от сырьевого экспорта, доля которого в национальном экспорте товаров и услуг составляет более 70%, проведение политики свободного плавления курса рубля приведет к его контрцикличности и цен на нефть. Учитывая низкую долю несырьевого экспорта в общем экспорте России, а также невысокую эластичность импорта к курсу рубля (которая оценивается не более чем в 0.5), обменный курс будет более волатильным, чем цены на нефть, даже в условиях стабильного счета операций с капиталом и финансовыми инструментами. Кроме того, операции валютных спекулянтов будут усиливать воздействие экспортных поступлений на курс, а не уравнивать их.

С целью смягчения влияния колебаний цены на нефть на курс рубля можно предложить перевести все платежи в федеральный бюджет, связанные с внешней торговлей (в том числе налог на добычу полезных ископаемых и пошлины), на иностранную валюту.

Для перехода к плавающему курсу рубля Банку России стоило бы осуществить постепенный сдвиг к целеполаганию нулевого несырьевого текущего счета платежного баланса (т.е. за вычетом воздействия на текущий счет «сверхвыручки» сырьевых отраслей). Это предполагает некоторое движение обменного курса рубля до уровня, когда он будет определяться не торговым балансом, а счетом операций с капиталом и финансовыми инструментами. Сокращение сальдо несырьевого текущего счета платежного баланса со временем приведет к отходу от денежной эмиссии через валютный

канал: вместо скупки иностранной валюты Банк России будет производить денежную эмиссию посредством валового кредита банкам – это увеличит «чувствительность» процентных ставок по банковским кредитам и курса рубля к процентной политике Банка России (ставке рефинансирования).

Без системных изменений в структуре отечественной экономики Банк России едва ли сможет сразу реализовать полнофункциональную версию инфляционного таргетирования. Вполне вероятно, что для ЦБР наиболее подходящим режимом будет *двойное таргетирование – инфляции и эффективного курса рубля*, при котором курсу рубля будет придаваться меньший вес (не более 0.5) по сравнению с целевым ориентиром инфляции (вес 1.5).

Большинство центральных банков – приверженцев таргетирования инфляции – в качестве операционной цели денежно-кредитной политики выбирают краткосрочную процентную ставку. На развитых рынках ею является процентная ставка «овернайт» по межбанковским кредитам, реже – ставка «овернайт» на рынке междилерского РЕПО. Промежуточная цель денежно-кредитной политики отсутствует, что предполагает прямое влияние операционной цели на целевой ориентир инфляции.

В случае Банка России на раннем этапе таргетирования инфляции операционной целью денежно-кредитной политики может стать процентная ставка по межбанковским кредитам на срок от трех до шести месяцев. Выбор ставки позволит связать денежный рынок и рынок корпоративных кредитов, которые имеют корреляцию на «длинных» временных сегментах. В последующем, по мере повышения «чувствительности» ставок межбанковского рынка к процентной политике Банка России, срочность операционной цели должна снижаться. На первом этапе процентный коридор может оставаться достаточно широким, что допускает высокую волатильность ставки «овернайт» и небольшую волатильность курса рубля – основные стабилизационные усилия Центрального банка сдвигаются от курса рубля к процентной ставке межбанковского рынка.

При переходе от первой ко второй фазе модернизации денежно-кредитного инструментария происходят постепенное расширение допустимого коридора колебаний стоимости бивалютной корзины и сужение процентного коридора на рынке «овернайт». На второй фазе отмечаются отказ от широкого валютного коридора, ограничивающего стоимость бивалютной корзины, переход на независимое плавание рубля и введение узкого процентного коридора на рынке «овернайт» шириной не более 2%. В последующем должно произойти сужение горизонта операционного таргетирования процентной ставки «овернайт» до 0.5–1.0%.

В операционном плане в процентной политике потребуются несколько изменений, а также перенастройка денежно-кредитного инструментария. Прежде всего необходимы разработка формального процентного индикатора (процентной операционной цели) и ведение подробной статистики межбанковского рынка. Кроме того, в дополнение к краткосрочному коридору потребуется введение среднесрочного процентного коридора на денежном рынке.

Система инструментов денежно-кредитной политики Центрального банка для модифицированного таргетирования инфляции в России может быть представлена следующим образом:

- депозитные операции и беззалоговое кредитование как инструменты постоянного действия для формирования узкого коридора краткосрочных процентных ставок на межбанковском рынке;
- депозитные операции, прямое РЕПО, ломбардные кредиты, кредиты, обеспеченные нерыночными активами, как инструменты постоянного действия для формирования широкого коридора среднесрочных процентных ставок на межбанковском рынке;
- операции на аукционной основе (ломбардные кредиты, прямое РЕПО), валютные интервенции, операции с государственными ценными бумагами и с облигациями Банка России как операции на открытом рынке для корректировки ликвидной позиции банковского сектора в среднесрочном периоде и «тонкой» настройки в краткосрочном периоде;
- нулевые обязательные резервы – при возникновении «избыточных» резервов банков на них начисляются процентные платежи, ставка по которым приравнена к депозитным операциям до востребования.

Таргетирование инфляции во многом представляет собой механизм управления инфляционными ожиданиями через обеспечение доверия к регулятору посредством большей публичности и прозрачности его действий. По этой причине текущая практика раскрытия Банком России информации о своей деятельности должна быть усовершенствована.

Структурные реформы в банковском секторе

Глобальный кризис выявил слабые места финансового регулирования. Прежде основное внимание уделялось платежеспособности и устойчивости отдельных банков. Кризис же продемонстрировал необходимость системной работы с финансовым сектором в целом, что требует надлежащего регулирования рынков и операций, которые отражают

взаимосвязи между банками, а также между банками и другими участниками финансовой системы.

Макропруденциальный надзор, концепция которого была разработана в международной среде банковских регуляторов под эгидой Банка международных расчетов в 2000–2006 гг., должен быть сконцентрирован на системной стабильности финансового сектора, а не на предотвращении несостоятельности отдельных банков. Такой подход особое внимание призван уделять системообразующим институтам и взаимосвязям в финансовом секторе. Объясняется это тем, что риск системной стабильности зависит от коллективного поведения участников финансовых рынков, в результате чего риски в финансовой системе для регулятора приобретают эндогенный характер. Мониторинг за системообразующими институтами должен стать действенным механизмом оценки и раннего предотвращения надвигающихся финансовых потрясений. Подходы к его проведению пока по большей части остаются лишь теоретическими разработками, не находящими отражения в действиях Банка России, направленных на поддержание системной стабильности. В целях полноценной реализации макропруденциального надзора системы индикаторов, стресс-тестов и моделей недостаточно – изменения должны быть внесены в организационную структуру банковского регулирования и надзора.

Для крупнейших банков следовало бы применять специальное банковское регулирование. Особое внимание в целях макропруденциального надзора у системообразующих банков должно уделяться показателям качества активов и рыночным рискам:

- отношению неработающих ссуд (за вычетом резервов на возможные потери) к собственному капиталу;
- отношению неработающих ссуд к общему объему ссудной задолженности;
- распределению ссуд по секторам и отраслям в соотношении с совокупным размером кредитного портфеля;
- отношению чистой открытой позиции в иностранной валюте к собственному капиталу;
- отношению дохода от торговых операций к совокупному доходу банка.

Целесообразно как можно скорее перевести крупнейшие банки на международные стандарты финансовой отчетности. Обеспечение же регулятором надлежащего раскрытия банками информации позволит реализовать третий компонент «Базеля-II» – рыночную дисциплину.

Российские системообразующие банки все больше вовлекаются в международную деятельность, развивая сети дочерних банков за рубежом. В этой связи для

предотвращения трансграничной передачи финансовых шоков Банку России следует оценивать деятельность аффилированных с банками структур.

Как известно, банковская деятельность, вместе с макроэкономическими колебаниями, подвержена цикличности; более того, банковский сектор провоцирует их в нефинансовом секторе. Немалую роль в этом играют банковское регулирование и надзор. Ряд ключевых пруденциальных норм не столько стабилизируют банковский сектор, сколько поощряют его процикличность. *В качестве мер контрциклического характера могут послужить динамические резервы банков на возможные потери, а также две рыночные меры – страхование кредитов и страхование собственного капитала банков.*

Динамическое резервирование подразумевает меньшее колебание совокупного уровня резервов в течение кредитного цикла – в отличие от действующего подхода к резервам, когда они сокращаются на фазе экспансии и растут при кредитном сжатии. Кроме того, динамическое резервирование означает более сглаженные колебания финансового результата банков, который подвержен воздействию со стороны изменяющегося объема резервов.

С точки зрения банковского регулирования и надзора динамические резервы способны выполнять три функции:

- ослабление давления на прибыль и собственный капитал банков в периоды кредитного сжатия за счет усиления резервной нагрузки в периоды кредитного бума, что позволяет обеспечить долгосрочную стабильность банковского сектора;
- ограничение избыточного роста кредитного предложения при помощи обязательных норм динамического резервирования, зависящих от темпов роста кредитного портфеля;
- сдерживание роста просроченной задолженности путем ее списания в кризисные периоды за счет ранее накопленных динамических резервов.

Динамическое резервирование может носить как обязательный, так и добровольный характер. Переход к нему может состояться после завершения текущего кризиса, но не ранее 2011 г. В предстоящие годы Банку России следует разработать методику резервирования и обсудить ее с банковским сообществом, с тем чтобы в течение нового кредитного бума российские банки начали накапливать резервы под будущие потери.

Одной из контрциклических мер, как представляется, может стать *гарантирование собственного капитала банков в случае системных кризисов*. Крупнейшим банкам целесообразно сформировать «условный гибридный капитал» (contingent hybrid capital),

который становится фактическим собственным капиталом банка только при наступлении форс-мажорных обстоятельств. Реализация этой инициативы позволит защитить банковский сектор в периоды финансовых кризисов и минимизировать антикризисные расходы федерального бюджета.

Отечественные банки *могут выпустить долгосрочные (не менее чем 10-летние) гибридные долговые обязательства с плавающей процентной ставкой, которые при наступлении страхового случая будут конвертироваться в обыкновенные акции. Ценные бумаги такого рода целесообразно было бы приобретать Пенсионному фонду РФ и Фонду национального благосостояния.* Страховым же случаем должно считаться сочетание двух обстоятельств: во-первых, банковский сектор должен переживать кризис, на что будут указывать объективные индикаторы, такие как его рентабельность и уровень просроченной задолженности; во-вторых, нормативы достаточности капитала банков-эмитентов должны будут упасть ниже определенного уровня (например, в 10.5%).

В качестве дополнительной контрциклической меры возможно *внедрение системы страхования кредитов.* При этом государственная корпорация «Агентство по страхованию вкладов» может быть наделена функцией страхования корпоративных кредитов, отвечающих определенным стандартам. Как и в случае со страхованием депозитов населения, банки (и/или заемщики) будут должны делать страховые взносы в централизованный внешний фонд под управлением Агентства. При наступлении же страхового случая (дефолта) Агентство смогло бы компенсировать потери банка за счет денежных средств или собственных облигаций. Благодаря страхованию кредитов резервы на возможные потери по ссудам, вне зависимости от рейтинга заемщика, смогут приближаться к нулю. Увеличения при этом процентных расходов для корпоративных заемщиков не произойдет в результате перераспределения страховых взносов (резервов на возможные потери) в пользу Агентства – хотя структура платежей по кредиту изменится, их общая величина останется прежней.

Консолидация сектора и приватизация госбанков

Исходя из существующих международных закономерностей, «оптимальное» число банков в России должно составлять 220–280. Экспертные расчеты подтверждаются фактами: на первые две сотни банков в России в настоящее время приходится около 94% совокупных активов сектора; без административного принуждения число игроков на кредитном рынке к 2020 г. сократится до 600 банков.

В настоящее время концентрация в России кредитных организаций – ниже среднемировой: рыночная доля пяти ведущих банков в стране достигает 46%, в то время

как в Европе она колеблется около 60% (от 22% в Германии до 96% в Эстонии). Крупным отечественным банкам предстоит стать еще сильнее и крупнее. Для поощрения консолидации банковского сектора регулятор намерен постепенно увеличивать требования к капиталу банков. Вопрос о его объеме (до 1 млрд. руб. и даже выше) крайне чувствителен для банковского сообщества и не может решаться регулятором без диалога с «регулируемыми».

Во всех странах, где банковский сектор, как и в России, насчитывает сотни кредитных организаций, существует несколько категорий банков, к которым применяются различные режимы пруденциального надзора в зависимости от профиля рисков. Россия является единственной страной, где ко всем банкам вне зависимости от специфики их деятельности предъявляются одни и те же требования. С учетом международного опыта целесообразно не принуждать банки к закрытию или консолидации, а позволить им выбрать свою нишу и в дальнейшем в ней работать.

Поэтому, с точки зрения оптимизации банковского регулирования и надзора, целесообразно сформировать многоуровневую банковскую систему. После Банка России, выступающего в качестве первого уровня национальной банковской системы, второй уровень может быть составлен из федеральных банков с генеральной лицензией и собственным капиталом не менее 2 млрд. руб. Они смогут осуществлять весь перечень банковских операций, действовать на территории всей страны и иметь выход на зарубежные финансовые рынки. В отдельные группы (кластеры) банков должны быть выделены организации, работающие на уровне федеральных округов, субъектов Федерации и населенных пунктов (городов).

При организации многоуровневой банковской системы должно выполняться несколько ключевых требований:

- каждый кластер региональных банков должен иметь ограничения в форме минимального собственного капитала и территории, на которой открываются филиалы, дополнительные офисы и отделения; а также по перечню банковских операций;
- число кластеров региональных банков должно быть достаточным, чтобы сгладить нежелательные пороговые эффекты различий в пруденциальных требованиях к различным кластерам банков;
- каждый кластер банков должен быть открыт для конкуренции со стороны новых участников рынка, а процедура перехода регионального банка из одного кластера в другой должна быть максимально упрощена с точки зрения требований Банка России.

В то же время в отношении крупных федеральных банков, которые составляют ядро банковского сектора, необходим комплекс экономических стимулов по повышению капитализации банковского сектора. В него могут войти:

- введение инвестиционной льготы по налогу на прибыль кредитных организаций;
- расширение источников формирования собственных средств за счет развития субординированных финансовых инструментов;
- снижение барьеров на пути размещения банковских акций на открытом рынке.

Характерной чертой последнего десятилетия стало разрастание государственной собственности на активы банковского сектора: если до кризиса 1998 года на государственные и квазигосударственные банки приходилось около 31% совокупных активов банков, то по итогам 2009 г. их доля увеличилась до 54%. Это имеет как положительные, так и отрицательные стороны.

С одной стороны, можно рассчитывать на высокую устойчивость банковского сектора к финансовым потрясениям; госбанки находятся под контролем денежных властей и способны выполнять общенациональные задачи; растет сопротивление экспансии иностранных банков; Банк России подвергается минимальным кредитным рискам, а двухъярусная система рефинансирования стабильно работает.

С другой стороны, возникают негативные эффекты, обусловленные использованием властями госбанков в качестве финансовых агентов: если частные банки озабочены максимизацией прибыли или капитализацией, то госбанки не имеют четко обозначенной целевой функции. Кредитные организации, связанные с государством, в своей основной массе, не выполняют функции институтов развития: они осуществляют полноценную деятельность коммерческих организаций, но приобретают при этом дополнительные нерыночные конкурентные преимущества, поскольку получают возможность использовать как финансовые, так и административные ресурсы государства.

По мере разрастания госбанков и поглощения ими рынка денежно-кредитная политика становится все менее способной влиять на нефинансовый сектор экономики. Банк России теряет при этом возможность влиять рыночными операциями на конъюнктуру рынка: на место последнего приходят административные рычаги, возрастает влияние Министерства финансов и самих госбанков в роли квазицентральных банков.

Вместе с тем следует отметить, что стратегически необходимая приватизация госбанков наталкивается на ряд действующих ограничений. Так, оценка возможности приватизации осложняется отсутствием единой системы собственности и управления

государственными и квазигосударственными банками. Банки курируются различными ведомствами: Сбербанк – Банком России, ВТБ – Минфином, Россельхозбанк – Министерством сельского хозяйства и т.д.; кроме того, существует многочисленная группа муниципальных банков и банков, входящих в околосударственные финансово-промышленные группы. Какой-либо единой программы развития сектора госбанков не существует. В результате между ведомствами, курирующими госбанки, отсутствует согласие в отношении их перспектив – по каждой организации по сути дела предстоит принимать индивидуальные решения.

При планировании будущего госбанков крайне важно понимание того, кто сможет выступить прямым инвестором в их капитал, если государство будет выставлять пакеты их акций на продажу. На внутреннем рынке ощущается дефицит сбережений, в результате чего основной объем инвестиций может быть привлечен только из-за рубежа. При ограничении же иностранных инвестиций в капитал госбанков существует риск их рыночной недооценки из-за слабого внутреннего инвестиционного спроса. В случае активного привлечения при приватизации иностранных инвестиций наиболее вероятным сценарием является потеря национального контроля над значительной частью банковского сектора.

По совокупности представленных выше причин приватизацию госбанков целесообразно проводить в несколько этапов. На первом из них следовало бы реализовать выход государства из состава собственников через снижение его доли в капитале банков до контрольного пакета. Это может произойти путем проведения IPO (SPO) или продажи небольших пакетов акций банков на открытом рынке существующими акционерами. Диверсификация структуры собственности, появление множества миноритарных акционеров, включая иностранных институциональных инвесторов, введение новых членов в советы директоров и другие меры позволят улучшить корпоративное управление в госбанках и повысить эффективность их деятельности. После сокращения участия государства в капитале банков до контрольного пакета (в ближайшие два-три года) может быть реализован следующий этап приватизации, в ходе которого (за пять-семь лет) доля государства в капитале банков снизится до 25% плюс одна акция.

В отношении же муниципальных банков и банков местного значения, не обладающих значительными долями на рынке, целесообразна их полная приватизация в 2010–2015 гг.

Повышение доступности финансовых услуг

На начало 2009 г. около половины экономически активного населения России не имело полноценного доступа к финансовым услугам; 43% граждан страны не обладали опытом проведения финансовых операций, включая простейшие, а отсутствие доступа к более сложным финансовым услугам многократно снижает потенциал инвестирования сбережений населения. В этой связи необходимо создать правовые, инфраструктурные и административные условия для построения на территории всей страны сети финансовых институтов, обеспечивающих однородность и равнодоступность финансового пространства; повышать финансовую грамотность населения; адаптировать финансовые инструменты и условия их выпуска и обращения под инвестиционные предпочтения населения.

Среди необходимых институциональных мер, направленных на повышение доступности финансовых услуг, следует выделить:

- стимулирование развития небанковских институтов микрофинансирования;
- формирование и диверсификацию сети банковского обслуживания путем снятия территориальных ограничений на открытие операционных офисов;
- стимулирование развития фондовых центров («фондовых магазинов») и специализированных широкоразветвленных сетей размещения ценных бумаг;
- разработку и законодательную реализацию концепции «региональных банков»;
- развитие агентской модели продаж финансовых услуг;
- законодательное закрепление и развитие технологий электронных и мобильных платежей, дистанционного финансового обслуживания;
- нормативно-правовое признание и внедрение новых платежных инструментов, в том числе «электронных денег».

Решением проблем доступности финансовых услуг должно стать развитие институционально диверсифицированной модели розничного финансового рынка, включающей в себя разнообразие институтов и технологий финансового обслуживания, в том числе технологии микрофинансирования и новые информационные технологии. Проникновение банковской инфраструктуры «сверху вниз» – от крупных населенных пунктов к мелким – должно происходить при одновременном развитии небанковской инфраструктуры микрофинансирования «снизу вверх» – от мелких населенных пунктов к более крупным. При этом, с одной стороны, следует стремиться к правовой и нормативной идентичности в отношении совпадающих по рискам финансовых операций. Это позволит избежать одновременного построения не связанных между собой сегментов финансового рынка, выполняющих одинаковые функции в условиях правового

(регуляторного) арбитража. С другой стороны, регулирование и надзор за участниками микрофинансового рынка должны быть дифференцированы, т.е. соразмерны рискам, которым подвергаются их кредиторы и вкладчики, а также финансовая система в целом.

Индикаторы качества финансовой системы

Учитывая, что эффективность финансовой системы в современных условиях имеет как макроэкономический, так и глобальный аспекты, мы предлагаем следующие показатели ее развития:

1. Соотношение емкости финансового рынка и емкости экономики: устойчивый долгосрочный рост (т.е. опережающее развитие финансового сектора по сравнению с общеэкономической динамикой).
2. Доля России на мировом рынке капитала по показателям емкости секторов финансового рынка: устойчивый долгосрочный рост.
3. Уровень процентных ставок (доступность капитала): устойчивое долгосрочное снижение при сохранении минимально положительного значения реальных процентных ставок.
4. Соотношение объема долгосрочных инвестиций, привлекаемых предприятиями на финансовых рынках, и совокупного объема инвестиций в основной капитал российских предприятий: устойчивый долгосрочный рост.
5. Соотношение рыночной оценки активов и финансовых результатов: максимальная стабильность при тенденции к росту.
6. Курс национальной валюты по отношению к корзине резервных валют: стабильность при тенденции к росту.

Соблюдение указанных критериев не означает их директивного планирования – одним из важнейших принципов программно-целевого подхода является индикативность выбранных показателей, которые используются прежде всего в качестве ориентиров развития. Главным результатом при этом является *поступательное движение по заданному вектору*. Предложенная методология формирования программы развития финансового сектора не претендует на прогнозирование реального поведения рынка – это попытка выстроить план оптимального развития. Задача эта между тем к настоящему времени не только не выполнена, но и не поставлена на политическом уровне.

В качестве интегрального показателя глобальной эффективности финансовой системы России следует признать рост доли отечественных компаний как реципиентов в совокупном мировом объеме долгосрочных глобальных инвестиций. Интегральным же показателем макроэкономической эффективности национальной финансовой системы

целесообразно считать объем внутренних частных сбережений, трансформированных в долгосрочные инвестиции. Таким образом, в совокупности глобальная и макроэкономическая эффективность финансового сектора России в качестве интегрального показателя эффективности предполагает объем долгосрочных инвестиций, привлекаемых из всех возможных источников – как внутренних, так и внешних. Другими словами, «длинные» деньги являются наиболее точным индикатором качества финансовой системы.

Опыт развития рыночной экономики в России в последние двадцать лет со всей убедительностью показывает, что именно отсутствие значительного объема долгосрочных финансовых ресурсов стало препятствием для масштабной модернизации инфраструктуры и основных фондов.

Из расчетов по **инерционному сценарию** следует, что ситуация с долгосрочной ликвидностью в ближайшее десятилетие не изменится. Для увеличения ее объемов, требующихся при реализации сценария сбалансированного роста, необходимо стимулировать ряд структурных изменений.

Наиболее крупным потенциальным источником долгосрочных финансовых ресурсов в предстоящее десятилетие будут оставаться иностранные инвесторы. Сегодня же структура иностранных инвестиций является неудовлетворительной. Ее совершенствование требуется по двум направлениям, которые в совокупности приведут к росту доли прямых и портфельных долгосрочных вложений в национальную экономику. Из первоочередных шагов здесь следует назвать: кардинальное улучшение инвестиционного климата в стране; проведение активной работы среди глобальных инвесторов в целях преодоления информационной асимметрии и продвижения инвестиционного имиджа России; повышение уровня обеспеченности российских активов. Эти меры должны быть направлены на стимулирование прямых вложений иностранных частных компаний в отечественную экономику и на приход в страну консервативных портфельных инвесторов (прежде всего пенсионных зарубежных фондов). При этом необходимо отчетливо понимать, что если мы хотим привлечь деньги глобальных инвесторов в достаточных для модернизации российской экономики объемах, то должны преодолеть «страх перед иностранным капиталом».

В ближайшие годы масштабным потенциальным ресурсом «длинных» денег будут оставаться государственные средства. Необходимо увеличить емкость внутреннего рынка государственного долга; ввести в практику эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг, выпускаемых в целях финансирования общественно значимых проектов; за счет средств Фонда национального благосостояния создать гарантийный фонд,

поручительства которого будут распространяться на займы (в форме кредитов и облигационных займов) частных предприятий, осуществляемые в целях финансирования модернизации производственных мощностей, и государственный компенсационный фонд, средства которого могут использоваться в качестве гарантий по обязательствам частных компенсационных систем, что будет способствовать привлечению на внутренний рынок консервативных частных инвесторов.

В перспективе важнейшим источником долгосрочных инвестиций должны стать средства населения. Однако определенные резервы по увеличению объема его сбережений, направляемых на инвестиционные цели в экономику, есть уже сегодня. Для этого необходимо: реализовать меры, направленные на снижение спроса населения на наличные деньги; стимулировать повышение доли сбережений и финансовых активов за счет относительного сокращения доли потребительских расходов; частично перераспределить сбережения населения в пользу прироста ценных бумаг (включая паи и акции инвестиционных фондов). Необходимо также исправить ошибки, допущенные в ходе формирования пенсионной системы, вернув стимулы «откладывать на старость» для широких слоев работающего населения и обеспечив преимущественно частный характер управления пенсионными накоплениями.

Значительные возможности остаются и для более активного использования средств самих предприятий реального сектора. Здесь необходимо стимулировать изменения структуры их вложений: во-первых, увеличить объем инвестиций в модернизацию собственного производства, а также объем финансовых инвестиций в российские активы за счет сокращения оттока капитала; и, во-вторых, увеличить вклад работодателей в пенсионное обеспечение работников через поощрение (в том числе мерами налогового характера) роста отчислений в накопительные и профессиональные (корпоративные) пенсионные системы.

Следует еще раз подчеркнуть, что проблема «длинных» денег является критически важной для современной российской экономики – ее модернизация предполагает активнейшую роль инноваций, финансирование которых в значительной мере требует существенных долгосрочных ресурсов.

Наши расчеты показывают, что к 2020 г. верхний предел привлечения российскими предприятиями капитала на рынке акций может приблизиться к 2.6 трлн. руб., а среднегодовой объем чистых эмиссий корпоративных облигаций в течение 2010–2020 гг. составит от 63.6 до 81.7 млрд. долл. Наиболее уязвимое место связано при этом со спросом конечных инвесторов на такого рода активы; его «расшировка» предполагает кардинальную «перезагрузку» состояния регулятивной среды, включая денежную,

валютную и процентную политику, повышение эффективности долговой политики, модернизацию регулирования финансовых рынков.

Превращение российского рубля в одну из резервных валют. Указанная задача является одним из ключевых шагов, призванных обеспечить конкурентоспособность отечественной финансовой системы. Для ее реализации следует активно стимулировать интернационализацию рубля, конечная цель которой – его вхождение в «клуб резервных валют». Такая цель может и должна быть достигнута до 2020 г.

Существуют пять показателей, характеризующих потенциал различных валют в качестве возможных резервных: соотношение номинального валютного курса и паритета покупательной способности (интегральный показатель); а также доля валюты в объеме сделок на мировом валютном рынке, в объеме мирового внешнеторгового оборота, в структуре валютных резервов стран мира, в объеме эмиссии международных облигаций. По ряду частных показателей рубль приближается к уровню, характерному для «клуба резервных валют», однако для «взятия планки» здесь потребуются немалые и активные усилия.

Ожидаемый эффект от их воздействия состоит в том, что при признании рубля резервной валютой Россия будет регулярно получать значительный дополнительный приток долгосрочных инвестиций. Кроме того, следует отметить и другие важные позитивные следствия превращения рубля в резервную валюту: минимизация издержек внешней торговли; снижение волатильности экспортных доходов; увеличение размеров финансового сектора; развитие рынка долгосрочных инструментов; сокращение издержек финансирования; повышение устойчивости национальной экономики к внешним шокам; получение доходов от сеньоража; минимизация издержек российских граждан, выезжающих за рубеж.

В то же время статус резервной валюты содержит в себе серьезные издержки. Главное негативное следствие получения рублем статуса резервной валюты – неизбежное укрепление его обменного курса, ведущее к ослаблению конкурентных преимуществ российских товаропроизводителей.

Тем не менее между выгодами и издержками интернационализации рубля существует положительный баланс – в совокупности российская экономика, российские граждане, компании и банки выиграют от превращения рубля в резервную валюту. Достижение этого результата должно быть определено в качестве долгосрочной цели государственной политики.

Формирование международного финансового центра (МФЦ)

Закономерности развития глобального рынка капитала ведут к тому, что в ближайшие пятнадцать-двадцать лет в мире не будет развивающихся рынков. Останутся только развитые, превратившиеся в международные финансовые центры глобального или регионального уровня, на которые переместятся операции с финансовыми активами резидентов других стран. Таким образом, для России сегодня актуальна альтернатива: *либо создавать эффективный развитый рынок, т.е. крупный международный финансовый центр, либо смириться с ролью подчиненного игрока на глобальном финансовом пространстве, архитектура которого сложится в ближайшее десятилетие.* Страны без международных финансовых центров (и, следовательно, в долгосрочной перспективе без внутренних финансовых рынков) будут испытывать достаточно высокую степень зависимости от иностранного капитала и одновременно – отток сбережений населения на иностранные рынки.

Создание МФЦ в России является довольно амбициозной задачей, решение которой требует значительных затрат. Ключевые условия ее реализации – формулирование ее целей и оценка стратегических преимуществ, которые может получить в результате национальная экономика.

На наш взгляд, превращение национального финансового рынка в международный финансовый центр позволит решить ряд стратегических задач «суверенизации» российской социально-экономической системы, среди которых необходимо выделить:

- привлечение в отечественную экономику зарубежных и внутренних ресурсов для финансирования модернизации и расширения производственных фондов и инвестиций в человеческий капитал;
- повышение эффективности инвестиций за счет использования более широкого набора рыночных инструментов и развитой инфраструктуры финансового рынка;
- привлечение в страну новых технологий (в виде закупок, прямых иностранных инвестиций, участия в капитале), в том числе создание инновационных площадок;
- расширение международного сотрудничества и экономического присутствия в странах СНГ и ЦВЕ, содействие продвижению российской продукции и финансовых услуг на внешние рынки;
- контроль за ценами на российские активы и за структурой собственности: перенос ценообразования на российские активы (прежде всего на сырье и на

акции отечественных предприятий) на территорию и под юрисдикцию Российской Федерации, в зону действия российской национальной валюты;

- минимизация потерь от торговли российскими активами за рубежом;
- эффективное использование государственной собственности (проведение не только «народных», но и международных IPO);
- развитие софинансирования масштабных (прежде всего инфраструктурных) проектов за счет внутренних и внешних частных ресурсов; эффективная реализация механизмов государственно-частного партнерства.

Формирование МФЦ потребует укрепления конкурентных позиций российского финансового сектора в борьбе за лидерство с другими финансовыми центрами развивающихся стран, а также оптимизации действий ряда важных факторов, непосредственно не относящихся к ведению финансовых регуляторов. Исходя из необходимости обретения российским финансовым рынком признаков МФЦ (концентрация капитала, концентрация финансовых инструментов, концентрация финансовых услуг), в программе действий по его формированию должны использоваться наиболее успешные наработки наших конкурентов на мировом рынке капитала (в первую очередь Кореи, Индии, Гонконга, Китая) и учитываться имеющийся негативный опыт в данной области, накопленный рядом других стран.

Создание МФЦ по сути станет универсальным индикатором хода процессов структурной модернизации российской финансовой системы. Даже элементарный мониторинг в этой сфере потребует огромного объема межведомственных взаимодействий и согласований – как министерств и ведомств, так и Банка России, не входящего в систему органов исполнительной власти. Поэтому представляется целесообразным возложить функции межведомственного координирующего органа по формированию МФЦ в России на Совет по развитию финансового рынка при Президенте Российской Федерации.

Глобальный кризис, начавшийся в сентябре 2008 г., еще сильнее обнажил наиболее острые проблемы финансового рынка и небанковских финансовых институтов в России: отсутствие долгосрочного внутреннего инвестора; дефицит доверия на рынке, являющийся следствием недостаточной капитализации российских финансовых организаций, слабого риск-менеджмента и нехватки технологий совершения и исполнения сделок, сочетающих высокий уровень надежности и низкие транзакционные издержки; невысокое качество оборота отечественных финансовых инструментов. Кроме того, текущий кризис по-новому расставил акценты среди проблем, существовавших как на российском, так и на мировом рынке капитала, обозначил новые риски. «Процесс G-20»,

ставший ответом мирового сообщества на эти угрозы, привел к ряду принципиально важных решений, которые необходимо учитывать в процессе совершенствования национального финансового регулирования.

В контексте программы создания МФЦ, на наш взгляд, необходимо осуществить комплекс мер, направленных на совершенствование регулятивной среды российского финансового рынка.

Во-первых, требуется увеличить приток средств населения на рынки капитала. Это предполагает структурные изменения в расходах населения: увеличение его общей склонности к сбережению за счет снижения доли потребительских расходов; сокращение прироста наличных денег, доли покупки иностранных валют и недвижимости с инвестиционными целями. Наиболее эффективными мерами по привлечению средств частных лиц на рынок ценных бумаг могут быть налоговое стимулирование, создание института индивидуальных сберегательных счетов (ИСС) граждан, введение института инвестиционного консультанта, предложение инструментов, специально ориентированных на инвестиционные предпочтения населения.

Вторым важнейшим направлением является увеличение объема средств, размещаемых на рынке капитала институтами коллективных инвестиций и пенсионными фондами. Для этого необходимо расширить перечень активов, допустимых для инвестирования средств таких структур, ввести ряд налоговых стимулов для НПФ, изменить приоритеты пенсионной реформы, перенести акцент на стимулирование опережающего развития частного управления пенсионными накоплениями.

Третье направление – существенное увеличение объема иностранных инвестиций. Российский фондовый рынок должен быть доступен для операций всех категорий инвесторов, действующих на мировом рынке. Одна из наиболее острых проблем – необходимость кардинального совершенствования инфраструктуры рынка капитала. В этой части требуются: построение целостной архитектуры расчетов по сделкам с финансовыми активами; консолидация российской инфраструктуры (как биржевой, так и учетно-расчетной) в вертикально интегрированный комплекс и ее защита (в том числе путем совершенствования законодательства) от поглощения иностранными торговыми площадками; внедрение комплекса условий, позволяющих реализовывать механизм «поставки против платежа»; налаживание системы расчетов в режиме реального времени (RTGS), именуемой системой электронных срочных платежей (БЭСП), и ее интеграция в международные платежные системы; обеспечение свободного доступа российских депозитариев на международные рынки; организация в России центрального депозитария и модели клиринга с участием центрального контрагента.

Четвертое направление: чтобы финансовый сектор мог должным образом соответствовать инвестиционному спросу реального сектора, принципиально важно стимулировать проведение публичных размещений акций на внутреннем рынке российскими корпорациями. Среди необходимых мер здесь прежде всего следует выделить упрощение процедуры эмиссии и приближение ее к стандартам, действующим в мире. Актуальны и другие направления снижения транзакционных издержек эмитентов из реального сектора. Российские инвестиционные банки должны обладать теми же возможностями, что и их зарубежные конкуренты, для чего, в частности, целесообразно отказаться от обязательной предварительной оплаты акций при их размещении в случае наличия обязательства по их оплате со стороны инвестиционного банка. Не менее востребовано и повышение уровня информирования инвесторов о проведении IPO. Следует ввести требование раскрытия информации для внутренних инвесторов эмитентами акций, размещающих их на иностранных биржах, включая проспект эмиссии и результаты первичных торгов.

Пятое направление – преодоление отставания российского рынка корпоративных долгов, включая секьюритизацию и создание структурированных продуктов. Для этого, помимо упрощения процедуры эмиссии, целесообразны отмена ограничений на выпуск облигаций, предусмотренных Гражданским кодексом, а также совершенствование ряда норм налогового законодательства. Необходимо решение основных правовых вопросов секьюритизации – создание юридических лиц для специальных целей (SPV), регулирование ликвидационного неттинга, перевода прав требования и др.

Шестое направление – активное содействие развитию срочного рынка. Для этого требуются совершенствование инфраструктуры, а также поддержка регуляторами (в первую очередь ФСФР и Банком России) генеральных соглашений по внебиржевым финансовым инструментам, принимаемых саморегулируемыми организациями.

Седьмое направление – стимулирование развития сектора международных финансов. Допуск иностранных ценных бумаг на внутренний рынок должен осуществляться во всех возможных формах. Основными мерами, которые могли бы быть приняты для создания сектора иностранных ценных бумаг в России, являются упрощение процедуры эмиссии и приведение налоговых условий инвестирования в финансовые активы в соответствие с наиболее привлекательными режимами в странах-конкурентах России на мировом финансовом рынке.

Развитие организационно-управленческих механизмов

Мировой опыт развития финансовых рынков в последние 15–20 лет свидетельствует о наличии единой тенденции в области модернизации институтов государственного регулирования и надзора на финансовом рынке, заключающейся в переходе к мегарегулированию. В Российской Федерации общемировой тренд к мегарегулированию, обусловленный усилением системных рисков финансовой системы, часто воспринимается упрощенно – как переход функций регулирования всех сегментов финансового рынка к мегарегулятору. Специфическая проблема нашей страны в данном случае заключается в сосуществовании необходимости внедрения мегарегулирования (вызванной усилением системных рисков вследствие интеграции финансового рынка) и невозможности сделать это в рамках имеющейся регулятивной среды.

Для того чтобы упорядочить государственный контроль за группой системных рисков, мы считаем целесообразным создание специального органа. Предлагается учесть опыт Европейского союза, создавшего новый надзорный орган (European Systemic Risk Council – ESRC), и учредить комиссию по системным рискам финансовых рынков РФ, подчиненную непосредственно Совету по финансовым рынкам при Президенте РФ.

Несмотря на наличие ряда препятствий для внедрения мегарегулирования (необходимость внесения существенных законодательных изменений, отсутствие единых подходов к надзору и контролю на различных сегментах финансового рынка, дефицит государственных ресурсов для обеспечения эффективной работы мегарегулятора, несоответствие юридической природы его функций существующим организационно-правовым формам), очевидно, что растущая интеграция финансового сектора России генерирует такой уровень системных рисков финансового сектора, который невозможно регулировать без создания, по крайней мере, элементов мегарегулирования. В частности, необходимыми предварительными предпосылками при этом являются формирование и реализация в конкретных нормативных актах единых принципов регулирования и надзора на различных сегментах финансового рынка, а также внедрение единых норм (стандартов) регулирования по отношению к аналогичным операциям финансовых институтов различных типов.

В роли координатора такой работы может успешно выступить в настоящее время только Совет по развитию финансового рынка при Президенте РФ. Ему же должна принадлежать ведущая роль в разработке, а затем и в контроле за реализацией программ структурной модернизации финансовой системы в России.

Введение единых для всех секторов финансового рынка стандартов риск-менеджмента необходимо также и с той точки зрения, что программа модернизации

финансового сектора предполагает существенную активизацию роли населения на финансовом рынке. Предлагаемые частным лицам инвестиционные продукты различных сегментов финансового рынка должны быть понятны, их риски – стандартизированы, равно как и инструменты управления рисками. Унификация требований к разным видам инвестиционного бизнеса и финансового посредничества – неотъемлемая оборотная сторона привлечения средств населения на финансовый рынок.

Основным инструментом активизации действий населения на финансовом рынке является повышение уровня финансовой грамотности граждан. Его актуальность значительно выросла в условиях кризисных явлений: особенность российских условий состоит в отсутствии традиционных для других стран групп долгосрочных инвесторов. Повышение уровня финансовой грамотности населения позволяет решить обозначенную критически важную проблему за счет привлечения средств физических лиц.

В этих целях представляется своевременным разработать и реализовать Комплексную национальную программу повышения финансовой грамотности населения. Она должна быть направлена не столько на пропаганду современных финансовых инструментов (с этой задачей способен эффективно справиться бизнес), сколько на создание системы информационной безопасности для снижения рисков неплатежеспособности домохозяйств. Необходимо обеспечить тот уровень практических знаний населения, который предупредит его массовые ошибки и рационализирует стереотипы массового финансового поведения.

* * *

Один из уроков нынешнего мирового кризиса состоит в том, что для сильных финансовых систем процесс глобализации многократно увеличивает потенциал их развития, обеспечивая приток новых капиталов, посредников и реципиентов инвестиций, что формирует условия для их перерастания в мировые финансовые центры. В периоды роста деловой активности в таких центрах организуются основные конфигурации мировых потоков капитала, в том числе наиболее крупных и наиболее долгосрочных; в периоды кризисных событий они становятся «тихой гаванью» для мировых капиталов, уходящих от возрастающих рисков. Для слабых же национальных систем глобализация резко сокращает время их суверенного существования, заставляя становиться периферией современного финансового мира.

Следующий глобальный кризис финансовая система России может не пережить, если подойдет к нему слабее своих основных конкурентов. Поэтому решение задач по модернизации российской финансовой системы должно произойти в ближайшие пять-семь лет. Мы уже не имеем права откладывать те реформы, которые должны были

осуществить вчера; при этом также не имеем права на ошибки – исправить их уже просто не будет времени.

В завершение еще раз напомним о том, что экономика и финансовая система России находятся на развилке. Время выбора их желаемого будущего уже наступило. Сам же выбор произойдет на пересечении различных мнений и точек зрения. В этом также одна из очень важных составляющих предстоящих перемен.