
ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ РОССИИ

© 2010 В.Е. Алексеев

Самарский государственный экономический университет

E-mail: vl-alekseev00@rambler.ru

Рассматриваются проблемы развития финансового сектора российской экономики и возможные пути их решения.

Ключевые слова: фондовый рынок, ценные бумаги, спекулятивная модель финансового рынка, сверх-концентрация рисков.

В последние годы активно проходила интеграция российского рынка в мировое финансовое пространство. Поэтому российский рынок весьма чувствителен к тенденциям западных площадок. Ориентировка на экспорт российской экономики усиливает влияние сырьевых рынков на динамику рынка РФ. Изменение мировых цен на энергоносители и металлы оказывает существенное влияние на компании соответствующих секторов и рынка в целом. Прослеживается прямолинейная зависимость. Рост цен на нефть и металлы приводит к росту котировок соответствующих бумаг и рынка в целом. Снижение, напротив, оказывает негативное влияние на российский рынок.

Российский рынок испытывает сильное влияние иностранных инвесторов. В момент кризиса основные негативные события, такие как банкротство крупных финансовых компаний, развивались именно на Западе. Это сильно повлияло на настрой глобальных инвесторов в отношении России. Кризис стимулировал массовый уход западных инвесторов с российского рынка. Однако его восстановление сулит активное возвращение иностранцев. В целом, степень влияния Запада на рынок России в кризис усилилась. Воздействие динамики западных фондовых индексов на российские рынки ранее было косвенным по сравнению, например, с ценами на нефть. Однако в разгар кризиса оно стало более значимым. Ярким примером является обвал банковских бумаг России под влиянием банкротства мировых банков, несмотря на благоприятные фундаментальные показатели российских финансовых организаций. Кроме того, уход от рисков в период кризиса заставил инвесторов в первую очередь покидать развивающиеся рынки, как наиболее рискованные. Под влиянием этого корреляция российского рын-

ка западными в период кризиса усилилась, однако выход снизил корреляцию рынка России западными рынками акций. При этом корреляция сырьевыми площадками, напротив, усилилась.

Локомотивом подъема экономики в России являются сырьевые сектора. Таким образом, в посткризисный период нефть - основной показатель изменения динамики российского рынка. Учитывая, что посткризисный период характеризуется восстановлением рынков, высокая зависимость рынка России от внешнего фона сулит неплохие перспективы роста. Повышение цен на нефть и другие сырьевые товары, а также стабилизация финансовых площадок мира открывают возможности к опережающему восстановлению российского рынка по сравнению с западными. До кризиса российский рынок проявлял независимость от тенденций внешних рынков в моменты мощного притока капитала извне либо в дни, когда западные рынки были закрыты в связи с праздниками, а также при наличии важных новостей экономического, политического характера. В такие моменты российский рынок движется исключительно по собственной траектории, соответственно в посткризисный период при нормализации ситуации на внешних площадках те же самые факторы могут снизить зависимость российского рынка от внешних факторов.

Если говорить о проблемах непосредственно фондового рынка России, то следует обратить внимание на его некоторые показатели.

Капитализация российского рынка ценных бумаг достаточно мала по сравнению с развитыми рынками. Увеличение капитализации предполагает стабильный и благоприятный инвестиционный климат, наличие большого количества новых компаний, выходящих на рынок. Также для России необходимо снижение концентрации капи-

тализации. Требуется увеличить ликвидность рынка, повысить уровень free float (уровень свободного обращения акций).

В России крайне низкая степень вовлеченности населения в операции с ценными бумагами с использованием услуг брокеров. Доля населения России, инвестирующая в акции, должна стремиться хотя бы к среднемировым показателям (5%). В настоящее время доля инвестирующего населения в России составляет около 0,25%. На данный уровень будет влиять ряд факторов, таких как уровень и динамика реальных доходов населения, уровень финансовой грамотности, эффективность системы взаимоотношений между инвесторами и структурами, предоставляющими право и средства деятельности на фондовом рынке, эффективность налогообложения и т.д.¹

Если говорить об общих финансовых проблемах, то для России наступает новый и очень важный этап развития финансового рынка, и в частности фондового рынка.

За последним падением рынка непременно последует фаза роста. Но эффективное посткризисное восстановление и модернизация невозможны на основе рынков капиталов, подобных в настоящее время российскому. Они не обладают емкостью, спекулятивны, зависят от нерезидентов, крайне волатильны. Кризис временно усиливает роль государственных финансов как "подъемного механизма" для выращивания внутреннего спроса и предложения, развития финансового сектора.

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, приобретенных государством в период кризиса 2007-2010 гг. (доли капиталов банков, сформированных за счет государства, акции реального сектора и кредитных организаций, выкупленные банками за счет господдержки).

Налоги и квази-налоги превышают в России 40% ВВП (в Китае - 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. Необходимо снижение налогового пресса, следует стимулировать накоп-

ления 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, экономические бюджетные средства.

В России отмечается узость внутреннего предложения. Борьба с кризисом за счет роста внутреннего предложения и спроса (в сравнении с внешним) требует расширения инвестиций государства, программ общественных работ (формирование госзаказа и связанное с ним финансирование инфраструктуры - дорог, коммуникаций, энерго- и водоснабжения, коммунальных сетей); 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 объемах, не нарушающих рыночной природы экономики, быть связанными с планами реструктуризации.

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. Необходимо значимое увеличение ресурсов институтов развития, обслуживающих экспорт и сельскохозяйственный кредит, нужны новые институты в сфере образовательного кредита и микрофинансирования. На базе депозитно-кредитных схем следует создать систему массового дешевого кредита (5-6%) в аграрном секторе, в ипотеке жилья, земли, транспортных средств для населения и мелкого бизнеса.

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 показывает кризис, с угрозами стабильности России. Инфраструктура мировых рынков политизирована, за-

вышает 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 (стабилизационные фонды 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).

В сложившихся условиях непрозрачны и слабо регулируются международные финансы, в частности 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).

Рассмотрим и другие проблемы финансового сектора в России, а также его перспективы.

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.

Потеря преимуществ РФ в интеграции рынков капитала СНГ. Политика в этой области не наступательная. Теряются уникальные шансы по концентрации в РФ финансовых инструментов, институтов и денежных ресурсов из стран СНГ. В рамках МФЦ эффективны односторонние ре-

шения 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.

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 рублевом рынке трудно получить крупные деньги (ИПО, займы под низкий процент). Итог - многим компаниям не интересен выход на фондовый рынок, они фальсифицируют собственность, имеют множественный учет и значимые теневые обороты. Компании 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 рублевые корпоративные облигации через независимых управляющих; восстановление общедоступной бесплатной системы раскрытия информации (об эмитентах и институтах рынка) в собственности государства (аналог - США).

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 расчетно-клиринговой корпорации (в мире много аналогов); переход к концепции "Русские бир-

жи” (Spanish Exchanges, OMX Exchanges, Hong Kong Exchanges), объединяющей все организационные 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 как на саморегулирование, надзор за честностью цен и уровнем рисков рынка, так и на пруденциальный надзор (ценные бумаги и деривативы).

Мониторинг кризисов. Финансовые кризисы - встроенный элемент циклов глобальной и российской экономики. Регуляторы и рынок не были готовы к системным рискам 2007-2010 гг. Необходим посткризисный контроль за накоплением системных рисков (система мониторинга угрозы кризисов; ее институционализация; международная отчетность о финансовой стабильности; планы совместных акций регуляторов при шоках; программы обмена данными и координации действий с зарубежными регуляторами).

Также необходимы социальная стабильность, диверсификация собственности в пользу среднего класса. В центре внимания должны быть финансовые активы среднего класса, его имущество в бизнесе, земля и недвижимость, безопасно передаваемые следующим поколениям, вместо того чтобы быть утраченными каждые 30 - 40 лет. За этим последуют создание массового инвестора, новых институтов личных и коллективных инвестиций, прорыв к доступности информации. Необходим рост числа крупных прозрачных компаний, имеющих листинг на бирже.

Российский финансовый рынок - один из самых рискованных в мире. Поэтому неизбежны рекапитализация финансового сектора, консолидация его инфраструктуры, запуск компенсационных фондов, усиление надзора за рисками в финансовых институтах. Российский рынок крайне нуждается в эффективном центре управления полетами. Необходи-

мо расширение операционной способности финансовых регуляторов, нужна достройка правового ядра рынка и системы правоприменения. Требуется борьба с манипулированием и инсайдерством, а также обеспечение честности цен финансовых активов. Создание мониторинга рисков финансовых кризисов, “министерства по чрезвычайным ситуациям” в финансовом секторе, ужесточение контроля за системными рисками внебиржевого оборота, вексельного рынка, рынка деривативов².

На внешнем фронте целесообразно создание в России нового финансового центра для стран СНГ, Центральной и Восточной Европы, развивающихся рынков.

Нужен отказ от управления такой сложной системой, как финансы, только по одному критерию - инфляции (имеющей к тому же немонетарную основу). После того, как будет пройдено “дно” кризиса, неизбежен подъем мировой экономики в 15 - 20 лет (знаменитые экономические волны Н. Кондратьева). В первые годы по инерции будет восстановлена моноцентричная модель финансового мира, основанная на Нью-Йорке и Лондоне.

Вместо формулы “много изымать, много резервировать, медленнее расти, зависеть от цен на нефть и денег нерезидентов” лучше принцип “умеренные налоги, точечные налоговые льготы - монетизация, низкая цена денег, осторожное снижение курса рубля, прямые иностранные инвестиции, оптимальные госрезервы - быстрый рост, акцент на инновации - усиление собственных финансовых мощностей”.

Нельзя допустить восстановления в третий раз спекулятивной модели российского финансового рынка, основанного на низкой монетизации, сверхвысокой доходности, закреплённом курсе рубля и горячих деньгах иностранных инвесторов.

Впервые данная модель сложилась в 1995 - 1998 гг., будучи основанной на долларизации экономики (Россия - крупнейший в мире потребитель наличных долларов), эксцессивном наращивании государственного долга, свободной игре нерезидентов на внутреннем рынке акций и внебиржевых срочных сделках с валютой.

В 2000 - 2008 гг. эта модель была восстановлена второй раз. При дефицитности инвестиций в экономике денежные власти и Минфин направляли профициты бюджета и платежного баланса как “избыточную ликвидность” за рубеж, в доллары США, фунты стерлингов, евро. Чтобы закрыть эту “черную дыру” в инвестициях, крупнейшие

российские корпорации и банки стали наращивать внешний долг в тех же западных валютах.

Впереди длинный рост, приход инвестиций, все большая насыщенность деньгами, рисками, финансовыми институтами и инструментами. Будет действовать более сложная финансовая машина. В 2008 г. насыщенность экономики деньгами, ценными бумагами, продуктами финансового инжиниринга к моменту кризиса была невелика - 30 - 40% ВВП (кроме акций). В будущей точке кризисного перегрева, к которой неизбежно придут финансовые рынки, работая с рисками, все денежные составляющие экономики будут варьироваться в пределах 80 - 140% ВВП. При такой финансовой зрелости будущий кризис можно сравнить с разрушением ядерного реактора, а кризис 2008 г. - со взрывом парового котла.

России предстоит, находясь в открытом и либеральном экономическом пространстве, искать

свои собственные осторожные рецепты, свои личные истории успеха в создании нового центра денежной власти. Рынок, конкуренция и низкие регулятивные издержки высвобождают энергию людей, их способность к инновациям, формируют пространство свободы для создания в России центра денежного и экономического притяжения. Государство, обеспечивая защиту, правила, стимулы, крупные проекты в общих интересах, должно вмешиваться, когда свобода действовать неизбежно приводит к сверхконцентрации рисков, угрожающей существованию сообществ и экономик³.

¹ Российский фондовый рынок 2009. События и факты / НАУФОР. М., 2010.

² Миркин Я. Посткризисная стратегия развития финансового сектора России. URL: http://mirkin.ru/_docs/vestnik2009.pdf.

³ Миркин Я. В поисках точного ответа. URL: http://www.mirkin.ru/_docs/naufor.pdf.

Поступила в редакцию 02.04.2010 г.