

**А.Л. Ведев**

Банк Москвы,

**Ю.А. Данилов**

«Центр развития фондового рынка»,  
Международный университет в Москве,

**Н.И. Масленников**

Институт современного развития,

**С.Р. Моисеев**

Московская финансово-промышленная  
академия

# **МОДЕРНИЗАЦИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА РОССИИ**

---

## **Введение**

Наша статья основана на материалах фундаментального концептуального документа «Структурная модернизация финансовой системы России», подготовленного для Президента РФ и разработанного при поддержке Института современного развития (ИНСОР) и Банка Москвы.

Исследования, проведенные в целях подготовки данного документа, как представляется, преодолели два главных методологических порока, присущих предыдущим исследованиям в этой области, проводившихся в России. Во-первых, до последнего времени в России практически не делались попытки увязать в рамках индикативного планирования реальный и финансовый сектора. Следствием этого становилась традиционная противоречивость целевых показателей развития реального сектора экономики, кредитно-денежной политики и финансового рынка. Во-вторых, исследования финансового сектора и прогнозирование его развития (включая индикативное планирование в рамках разного рода концепций и стратегий) сужали финансовый сектор до банковского сектора и/или до небанковского финансового рынка. Другими словами, оставались вне поля исследования кредитно-денежная политика и другие аспекты государственных финансов, выходящие собственно за рамки финансового рынка. При этом крайне редко банковский и небанковский сегменты финансового рынка рассматривались в единой связке.

Наше исследование впервые в России рассматривает реальный сектор и финансовый сектор как взаимоувязанные подсистемы единой социально-экономической системы, а финансовый сектор рассматривается как единое целое, включающее финансовые рынки и государственные финансовые политики.

Необходимо отметить, что в настоящую статью вошли лишь некоторые разделы «большой версии» доклада «Структурная модернизация финансовой

системы России», в наибольшей степени нуждающиеся в обсуждении в рамках научного сообщества. Мы сознательно опускаем ряд ключевых проблем (в том числе вопросы приватизации госбанков; превращения рубля в резервную валюту; превращения финансового рынка в международный финансовый центр; модернизации организационных механизмов и т.д.), являющихся самостоятельными.

В настоящее время, как никогда ранее, высоко значение сопряженности качества экономической динамики и уровня развития финансовой системы. Несбалансированность роста ведет к усугублению диспропорций в финансовых потоках, провоцирующих, в свою очередь, еще больший размах структурных экономических проблем. Однако последовательная и ответственная финансовая политика, взаимоувязанная по целям и ресурсам, способна дать серьезные стимулы к 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 определяется комфортность инвестиционного и делового климата, возможности и ограничения для реализации того или иного сценария модернизации России.

## **Время выбора: от форсированного роста к сбалансированному развитию**

В ходе 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%. 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 не удалось решить задачу удвоения ВВП к 2010 г., поставленную в 2000 г. Продолжается отставание России от ряда стран, являющихся прямыми конкурентами на мировом рынке (Китай, Индия, в течение последних, кризисных лет – Бразилия), что позволило авторитетным мировым экспертам говорить о том, что Россия начинает выпадать из группы БРИК.

Экономический рост в новейшей истории России начался после кризиса 1998 г. Повышение мировых цен на нефть и прочие сырьевые товары позволило достичь сбалансированности бюджета и усилить государственные финансы. 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 г. поддерживался расширением потребления, обеспечиваемым не только доходами, но и банковской системой – прирост внутреннего спроса уже более чем на треть был прокредитован банками. 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 уже превышает валютные резервы России.

В прошедшее десятилетие инвестиции были одним из самых мощных факторов экономической динамики. С 2002 г. экономический рост был в значительной мере связан с инвестиционной активностью субъектов хозяйственной деятельности. *Это привело к повышению 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 нарастанием внешних заимствований российских банков. С 2004 г. инвестиции предприятий и банков с ведущей ролью государства, а также бюджетные расходы, стимулировавшие, в том числе, опережающий рост 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 текущего мирового финансово-экономического кризиса России *не удалось стать «тихой гаванью»*. Несмотря на накопленные международные резервы (по этому показателю Россия занимала третье место в мире), национальная банковская система и финансовые рынки не смогли смягчить негативное внешнее воздействие.

Чрезмерная (по сравнению с другими странами «Группы 20» и крупнейшими развивающимися экономиками) глубина падения российской экономи-

ки в период кризиса 2008–2009 гг. была в значительной мере обусловлена ее форсированным ростом в ущерб стабильности в предшествующие кризису годы (2006–2007 гг.).

Вместе с тем, несмотря на явно завышенный (относительно разумного уровня риска) объем привлекаемых в российскую экономику финансовых ресурсов, спрос на инвестиционные ресурсы оказался в этот период не удовлетворен. Возник разрыв между объемом спроса на финансовые ресурсы и источниками покрытия этого спроса – так называемая кредитная яма.

Сегодня, после достижения первых признаков стабилизации, встал вопрос о дальнейшем направлении развития экономики России. Наиболее рациональным был бы выбор модели, сочетающей преимущества относительно быстрого роста с достижением и сохранением его стабильности и устойчивости к внешним воздействиям.

К сожалению, логика развития финансового сектора, заложенная в «Концепции долгосрочного развития России до 2020 г.» (КДР), соответствует сценарию форсированного роста финансового сектора. Позитивным моментом выступает возможность достижения высоких темпов экономического роста. Однако оборотной стороной этого являются высокие риски финансовой стабильности. Есть основания полагать, что стоимость преодоления подобных кризисов будет возрастать по мере неизбежного усиления воздействия финансовой сферы на развитие реального сектора.

Наиболее рациональным вариантом развития в ближайшие годы является определенная жертва темпами экономического роста<sup>1</sup> в пользу большей *сбалансированности и устойчивости*, предполагающих:

- приведение в соответствие *потребности экономики* в финансовых ресурсах и *возможности финансовой системы* их предоставлять<sup>2</sup>;
- *последовательное развитие* во времени факторов производства;
- *устранение текущих рисков и дисбалансов*, в том числе решение проблемы «плохих долгов»;

---

<sup>1</sup> Необходимо подчеркнуть, что сбалансированность обеспечивает более высокие темпы роста за долгосрочный период, поэтому жертва темпами роста на среднесрочном интервале весьма условна.

<sup>2</sup> Это не обязательно означает сокращение потребности в финансовых ресурсах, хотя, безусловно, сегодня требуется более активная роль финансового рынка по отсеиванию нерентабельных инвестиционных проектов. Основное направление приведения в соответствие потребностей в финансовых ресурсах и возможностей их предоставлять – расширение последних. Далее в докладе будут даны предложения по увеличению объема долгосрочных финансовых ресурсов, поступающих в российскую экономику.

- уменьшение 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* и качественное совершенствование национальной финансовой системы.

Структурные реформы не должны ограничиваться лишь финансовым сектором. Важнейший недостаток существующих концепций и стратегий долгосрочного развития экономики и финансового сектора – их слабая взаимосвязка. До сих пор финансовый сектор и реальная экономика не рассматриваются как единое целое, единый народнохозяйственный комплекс, в котором финансовый сектор играет исключительно важную роль. Взаимодополнению реструктуризации реального и финансового секторов экономики должно содействовать укрепление 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 до 65% ВВП к 2020 г., а объем банковских кредитов экономике достигнет 60% ВВП. Данный результат уступает форсированному сценарию, но допускает, что чистый приток иностранного капитала в негосударственный сектор экономики не будет превышать 2% ВВП в среднем за год (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 15–17%, а доля счетов в иностранной валюте в общем объеме безналичных средств к 2020 г. может снизиться до 5–7% с 25% в 2008 г.

Преимущества сценария сбалансированного развития очевидны. Вместе с тем реализация этого сценария требует заметных усилий со стороны денежных властей, 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 топтания 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.

## Технологии желаемых перемен

Современный этап финансовой глобализации характеризуется значительным возрастанием роли конкуренции национальных регулятивных институтов (regulatory competition). Возможность «регулятивного арбитража», т.е. минимизация 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 принципиальным условием укрепления национальной конкурентоспособности, одновременно представляет собой и главную цель необходимых структурных трансформаций в этой сфере, критически важную для обеспечения устойчивого долгосрочного экономического роста.

### Переход к модифицированному инфляционному таргетированию

В долгосрочной перспективе главной целью Банка России должно быть снижение инфляции до уровня не более 3%, 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 свободному плаванию курса рубля. Полагаем, что для полноценного таргетирования инфляции ценовая стабильность должна быть обозначена как единственная конечная цель денежно-кредитной политики Банка России.

*Без системных изменений в структуре отечественной экономики Банк России едва ли сможет сразу реализовать полнофункциональную версию инфляционного таргетирования. Вполне вероятно, что для Банка России наиболее подходящим режимом будет **двойное таргетирование – инфляции и эффективного курса рубля**, где курсу рубля придается меньший вес (не более 0,5) по сравнению с целевым ориентиром инфляции (вес 1,5).*

В процентной политике потребуется ряд изменений, а также перенастройка денежно-кредитного инструментария. Прежде всего, необходима 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.

## Структурные реформы в банковском секторе

Глобальный кризис выявил слабые места финансового регулирования. Прежде основное внимание уделялось платежеспособности и устойчивости отдельных банков. *Кризис продемонстрировал необходимость системной работы с финансовым сектором в целом.* Это требует надлежащего регулирования рынков и операций, которые отражают взаимосвязи между банками, а также между банками и другими участниками финансовой системы.

*Макропруденциальный надзор* (концепция которого разработана под эгидой Банка международных расчетов в 2000–2006 гг. и стала одной из основных рекомендаций «Группы 20») должен концентрироваться на *системной стабильности финансового сектора, а не на предотвращении несостоятельности отдельных банков или финансовых организаций.* Такой подход особое внимание уделяет системообразующим институтам и взаимосвязям в финансовом секторе. Мониторинг за системообразующими институтами должен стать действенным механизмом оценки и раннего предотвращения надвигающихся финансовых потрясений. Подходы к нему пока по большей части остаются лишь теоретическими разработками, не находящими отражение в действиях Банка России, направленных на поддержание системной стабильности.

Как известно, банковская деятельность испытывает цикличность вместе с макроэкономическими колебаниями. 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 главной меры контрциклического характера следует использовать формирование динамических резервов банков на возможные потери.***

## Консолидация банковского сектора

Исходя из существующих международных закономерностей, *«оптимальное» число банков в России – 220–280.* Экспертные расчеты подтверждаются фактами: на первые две сотни банков в настоящее время приходится около 94% совокупных активов сектора.

В настоящее время концентрация в России меньше среднемировой. Рыночная доля пяти ведущих банков в России достигает 46%, в то время как в Европе она колеблется вокруг 60% (от 22% в Германии до 96% в Эстонии). Отечественным крупным банкам предстоит стать еще сильнее и крупнее – это совершенно необходимо для их глобальной конкурентоспособности. Для по-

ощрения консолидации регулятор намерен постепенно увеличивать требования к капиталу банков. Вопрос о его размерности (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 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 могут составлять федеральные банки с генеральной лицензией и собственным капиталом не менее 2 млрд. руб. Они смогут проводить весь перечень банковских операций, действовать на территории всей страны и иметь выход на зарубежные финансовые рынки. Отдельные группы (кластеры) банков могут составлять организации с капиталом ниже 2 млрд. руб. и лицензией на ограниченный круг банковских операций.

В отношении крупных федеральных банков, которые составляют ядро банковского сектора, необходим комплекс экономических стимулов по повышению капитализации банковского сектора, предусматривающих введение инвестиционной льготы по налогу на прибыль кредитных организаций, расширение источников формирования собственных средств за счет развития субординированных финансовых инструментов, снижение барьеров размещения банковских акций на открытом рынке.

## **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, используемые в качестве целевых при разработке программ развития финансового сектора.

1. Соотношение емкости финансового рынка и емкости экономики: устойчивый долгосрочный рост.



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.

В качестве интегрального показателя глобальной эффективности финансовой системы России следует признать рост доли российских компаний как реципиентов в совокупном мировом объеме долгосрочных глобальных инвестиций. Интегральным же показателем макроэкономической эффективности финансовой системы России будет объем внутренних частных сбережений, трансформированных в долгосрочные инвестиции. Таким образом, *в совокупности глобальная и макроэкономическая эффективность финансового сектора России предполагают в качестве интегрального показателя эффективности объем долгосрочных инвестиций, привлекаемых из всех возможных источников, как внутренних, так и внешних. Другими словами, «длинные деньги» являются наиболее точным индикатором качества финансовой системы.*

## **Проблема «длинных денег» и пути ее решения**

Проблема «длинных денег» является критически важной для современной российской экономики. Модернизация экономики предполагает активнейшую роль инноваций, финансирование которых в значительной мере требует больших долгосрочных ресурсов.

Увеличение объема долгосрочных инвестиций прямо вытекает из потребностей российской экономики в масштабной модернизации. В нашей истории можно найти только два ее аналога: модернизация 1890–1913 гг. и «сталинская» модернизация 30–40-х гг. прошлого века. При этом сегодня мы не можем использовать опыт «сталинской» модернизации, но можем и должны использовать опыт (не весь, а подходящий для сегодняшнего дня) экономической политики С.Ю. Витте.

В рамках политической элиты существует глубочайшая недооценка масштабов требующейся модернизации. Объективно необходимо проведение такой модернизации, которая позволит России соответствовать условиям развития в ближайшие 50 лет, т.е. эффективно развиваться в условиях нового технологического уклада, нового «кондратьевского» цикла. Другими словами, речь идет о создании заново всей инфраструктуры, всего основного капитала, принципиально новых знаний и технологий. Для этого нужны ресурсы, не сопоставимые по объему не только с ресурсами предприятий, но и с ресурсами предприятий, государства и населения вместе взятых.

Наиболее крупным потенциальным источником долгосрочных финансовых ресурсов в ближайшее десятилетие будут оставаться иностранные инвесторы<sup>3</sup>. Сегодня остро требуется изменение структуры иностранных инвестиций: рост доли прямых и портфельных долгосрочных вложений за счет снижения займов и краткосрочных портфельных инвестиций. Для этого нужно, прежде всего, кардинальное улучшение инвестиционного климата, о чем говорится уже почти 20 лет. Нам осталось лишь 5–7 лет, чтобы это реально сделать.

В ближайшие годы масштабным потенциальным ресурсом «длинных денег» будут оставаться государственные средства. Необходимо принципиально изменить характер их использования, перейти от практики «раздачи» государственных средств и попыток их инвестирования к более эффективным и цивилизованным формам, оставляющим государственным деньгам функцию «страхования» частных инвестиций. В частности, предлагается 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 консервативных частных инвесторов.

---

<sup>3</sup> Следует напомнить, что и в ходе модернизации 1890–1913 гг. в России ведущую роль сыграл иностранный капитал. Россия стала крупнейшим в мире импортером капитала. Только за 1890-е гг. объем иностранных инвестиций увеличился в 4,2 раза. Интенсивный приток иностранного капитала стал возможен благодаря снятию, по инициативе С.Ю. Витте, всяческих препятствий для иностранных инвестиций, несмотря на спекуляции о «распродаже национальных богатств». В результате была создана принципиально новая в технологическом плане экономика, ведущие предприятия которой оставались таковыми вплоть до 60-х гг. XX в. Производительность труда в промышленности России за 1890–1913 гг. выросла в 4 раза.

В перспективе основным 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 формировании пенсионной системы, вернув стимулы «откладывать на старость» для широких слоев работающего населения и обеспечив преимущественно частный характер управления пенсионными накоплениями.

\* \* \*

Следующий глобальный кризис финансовая система России может не пережить, если будет слабее своих основных конкурентов. Поэтому решение задач по модернизации российской финансовой системы должно уложиться в ближайшие 5–7 лет. Мы уже не имеем права откладывать те реформы, которые должны были осуществиться вчера; при этом также не имеем права на ошибки – исправить их просто не будет времени.