

ПРЕДИСЛОВИЕ

Каждая развивающаяся страна хотела бы стать развитой, однако за последние семьдесят лет это удалось совсем немногим. Не удалось это и России. Российский душевой ВВП в 1913 г. и в 2006 г. составлял по паритету покупательной способности приблизительно одинаковую долю соответствующего показателя США – около 28%.

Размышляя над причинами неудач догоняющего развития, мы с Владимиром Викторовичем Поповым пришли к заключению, что для успеха требуется довольно изощренная политика переключения своевременного перехода от одних инструментов и методов к другим [Полтерович, Попов, 2006 а,б]¹. Разумеется, эта идея высказывалась и раньше [Chang, 2002; Acemoglu, Aghion, Zilibotti, 2002 а,б], но, кажется, не была осмыслена в общем виде. Ее важнейший частный случай вытекает из классического тезиса Александра Гершенкрона о «преимуществе отсталости» – возможности заимствовать технологии и методы хозяйствования, доказавшие свою эффективность в более развитых экономиках (Gershenkron, 1962).

Одна из причин того, почему это преимущество слабо используется, была для меня очевидной в связи с более ранней работой по трансплантации институтов: правительства разных стран пытаются решить проблему «в кратчайшие сроки», стимулируя заимствование (или даже создание) слишком передовых технологий и методов, не работоспособных в отсталой технологической, институциональной и культурной среде. Результаты дальнейшей работы над этой проблемой отражены в моих статьях [Полтерович (2008, 2009 а,б)]. Основной вывод состоит в том, что для успеха догоняющего развития необходима нестандартная институциональная конструкция. Она должна включать в себя национальную инновационную систему, настроенную на решение задач заимствования, обеспечивать синхронизацию различных типов экономической политики для увеличения абсорбционной способности страны и опираться на систему интерактивного планирования, предусматривающую взаимодействие правительства, бизнеса и гражданского общества в процессе формирования и реализации крупномасштабных модернизационных проектов. Эти три элемента в совокупности образуют то, что я называю системой интерактивного управления ростом. Ее формирование, на мой взгляд, должно стать основой стратегии модернизации российской экономики. Дополнительные аргументы в пользу

¹ В предисловии ссылки даны по списку литературы к главе 2 (с. 86-90).

этого тезиса вытекают из анализа природы нынешнего кризиса [Полтерович, 2009 б].

Описанная общая схема требует очень большого объема работы по конкретным направлениям экономической политики и секторам экономики. Конкурс, объявленный РГНФ² в мае 2009 г., оказался удобным поводом для приглашения моих коллег поработать над этой темой. Я признателен Н. А. Волчковой, И. А. Денисовой, А. М. Карминскому, В. В. Попову, О. Ю. Старкову, А. С. Тонису, С. Я. Чернавскому за их согласие участвовать в проекте и использовать свои наработки для написания этой книги.

У нас не было и нет единомыслия по всем вопросам, но есть область согласия, достаточная для того, чтобы надеяться на успех проекта.

Насколько наша надежда оправдалась – судить читателю.

В. М. Полтерович

В. М. Полтерович

Глава 1

СТРАТЕГИЯ МОДЕРНИЗАЦИИ: ВЫХОД ИЗ КРИЗИСА НА ТРАЕКТОРИЮ БЫСТРОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА³

Эта глава является обзором основных результатов настоящей монографии⁴, более полно представленных и обоснованных в последующих главах.

Экономический кризис подтвердил тезис о том, что российский механизм экономического роста в 1999 – 2008 гг. решающим образом зависел от внешнеэкономической конъюнктуры, прежде всего, от цен на природные ресурсы и условий кредитования на мировом рынке. Многие российские эксперты и политики связывают выход России из кризиса с возобновлением роста в западных экономиках. Поэтому анализ причин нынешнего кризиса представляет особый интерес: их понимание дает возможность оценить, насколько затяжной может оказаться послекризисная рецессия в развитых странах. В следующем разделе будут приведены основные выводы изучения природы нынешнего кризиса, обоснованные в главе 2, где показано, что в ближайшие годы возобновление достаточно быстрого и устойчивого экономического роста в западных странах маловероятно. Это является важным дополнительным аргументом в пользу скорейшего проведения в России институциональных преобразований для построения механизма развития, работоспособного в условиях депрессивной внешнеэкономической конъюнктуры. Такой механизм обеспечил бы выход российской экономики из послекризисной депрессии и в то же время явился бы мотором быстрого роста в последующие годы. Раздел 3 и последующие разделы настоящей главы посвящены описанию контуров такого механизма. На наш взгляд, его ядром должны стать две тесно связанные друг с другом институциональные системы –

³ Эта глава представляет собой слегка отредактированный аналитический доклад, написанный в рамках проекта целевого конкурса РГНФ г. (проект № 09-02-95650 докл.). См. Аналитические доклады победителей конкурса «Россия в условиях мирового кризиса». М.: «Языки славянских культур», 2009. Проект выполнен авторами настоящей монографии.

⁴ За интерпретацию результатов несет ответственность только автор данной главы; ее положения не обязательно разделяются другими авторами монографии.

² Целевой конкурс аналитических докладов 2009 г. «Россия в условиях мирового кризиса» (проект № 09-02-95650 докл.).

Глава 7

ПОВЫШЕНИЕ УСТОЙЧИВОСТИ И ЭФФЕКТИВНОСТИ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ

7.1. ПРОБЛЕМНЫЕ ВОПРОСЫ РАЗВИТИЯ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ РОССИИ ДО И ПОСЛЕ КРИЗИСА

7.1.1. Развитие и проблемы РБС

Российская банковская система в своем современном (постсоветском) развитии прошла два полных этапа, водоразделами для которых стали крупнейшие в современной российской истории кризисы. В результате РБС достигла уровня, обеспечивающего удовлетворительное выполнение традиционных банковских посреднических функций по финансированию российской экономики и домашних хозяйств.

Этап становления (1989 – 1999 гг.) характеризовался спонтанным развитием РБС, созданием избыточного количества (около 3000) кредитных организаций (КО), прежде всего банковских. К 2000 г. у большей части из них была отозвана лицензия (к 2005 г. были закончены юридические процессы их ликвидации), а число действующих КО сократилось до 1300. Кризисы 1992, 1994, 1995 гг. высветили локальные, а 1998 г. – глобальные проблемы РБС. Ряд проблем был связан с процессом формирования РБС (неразвитость законодательства, надзора, инфраструктуры, кадровый дефицит). Многие проблемы были вызваны желанием «перескочить» через последовательные этапы развития или недобросовестностью (производные ценные бумаги, ипотека, финансовые пирамиды, системы накопления). Некоторые вопросы было трудно решить из-за отсутствия стабильных инструментов и институтов долгосрочного фондирования (пенсионной системы, системы страхования, привлечения средств населения на длительные сроки, государственных резервов и др.).

Системный кризис 1998 г. показал необходимость существенной реструктуризации РБС, формирования устойчивой платежной системы, управления ликвидностью межбанковского рынка (в том числе за счет исполнения Банком России функции кредитора последней инстанции), развития пруденциального надзора, создания системы

страхования вкладов населения, формирования цивилизованных форм рынка срочных сделок, внедрения банковских новаций. Для этого была необходима существенная модернизация законодательной и регламентной базы, банковской инфраструктуры и технологий (Банк России, 2005; Матовников, 2000; Акиндинова и др., 2003).

Этап динамичного развития (2000 – 2008 гг.) отличался ускоренным наращиванием количественных и частично качественных показателей РБС. Достаточно успешно были преодолены многие структурные проблемы, выявленные кризисом 1998 г. Среднегодовые реальные темпы роста (CAGR) составляли более 20% по активам, капиталу и кредитам (соответственно 24%, 21% и 32% за 2003 – 2007 гг.), что существенно выше темпов роста ВВП (рис. 7.1). Благодаря этому к концу 2008 г. активы составляли 67%, капитал – 9%, а кредиты – 48% от ВВП (рост в 2 – 4 раза по сравнению с показателями 2000 г.), что уже соизмеримо с показателями стран ЦВЕ.

Быстрыми темпами наращивался кредитный портфель РБС, как корпоративный, так и населения, причем уже с 2007 г. имелись признаки потенциального «перегрева» в предоставлении кредитных услуг, вызванные значительными временными разрывами между активами и ресурсной базой, а также структурой привлеченных средств. Как следствие – рост просроченной и проблемной задолженности банков в условиях кризиса.

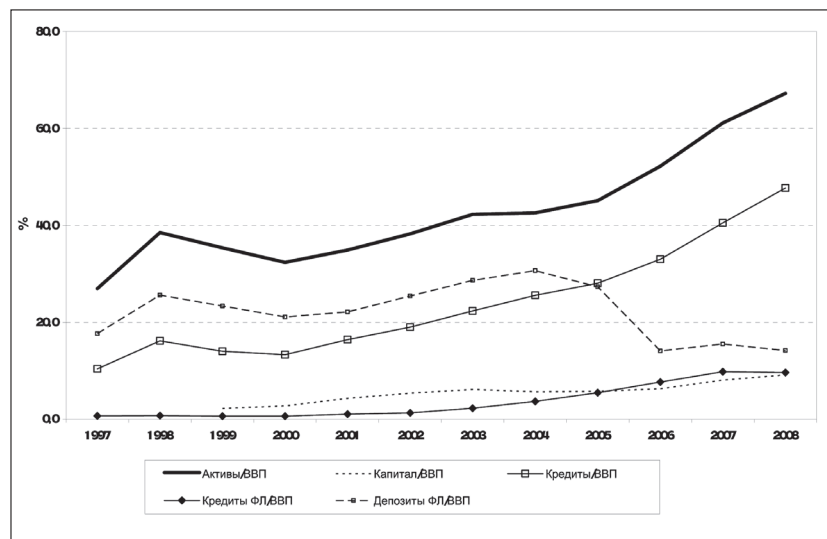


Рис. 7.1. Характеристики банковской системы России в сопоставлении с ВВП

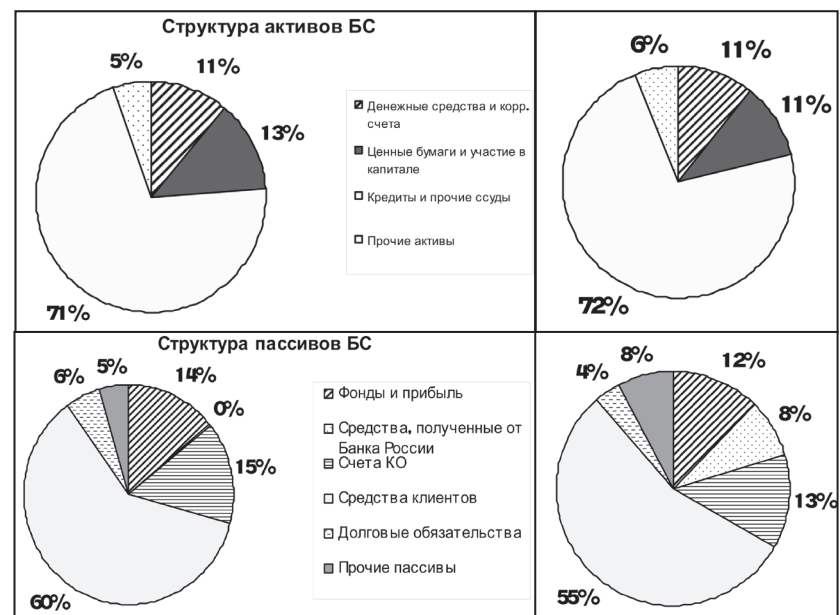


Рис. 7.2. Сравнение структур активов и пассивов на 01.01.08 (слева) и 01.06.09 (справа)

В то же время уровень развития финансовой системы в целом нельзя признать достаточным. При наличии большого числа финансовых компаний (лизинговых, по ценным бумагам, страховых, НПФ, инвестиционных фондов, ПИФов и ОФБУ, а также кредитных кооперативов) их суммарные активы более чем на порядок ниже активов РБС (Сулакшин и др., 2008). В развитых странах на долю банковской системы приходится от 20% (США) до 70% (Германия). Трансформация финансовой системы в сторону повышения операционной способности и ликвидности, в том числе за счет развития фондового рынка, можно рассматривать в качестве тенденции модернизации финансовых рынков России.

Ресурсная база по-прежнему является болевой точкой как РБС в целом, так и отдельных банков, а рентабельность ресурсов является одним из важнейших факторов банковских рейтингов (эконометрические модели рейтингов агентства Moody's (Карминский, Пересецкий, 2007)). Критичность ресурсного обеспечения следует также из анализа динамики структур активов и пассивов как РБС (рис. 7.2), так и отдельных крупнейших банков.

Отток средств клиентов в пассивах РБС с 60% до 55% (вклады физических лиц упали с 26% до 23%, привлеченные средства юридических лиц немного выросли – с 18% до 19%) свидетельствует о снижении нормы сбережения и сохранении проблемы стимулирования ее роста. При этом доля кредитов в балансе сохраняется на прежнем, достаточно высоком уровне в 72%.

Проблема формирования долгосрочных ресурсов усилилась, а их замещение с 2005 г. осуществлялось преимущественно за счет зарубежных заимствований (на начало 2009 г. на банковскую систему приходилось 34% всего внешнего российского долга (166 млрд долл. США)). При всех преимуществах такого решения (более низкие ставки привлечения, возможность для крупнейших заемщиков получить деньги на длительный срок – до 5 – 10 лет) в условиях кризиса проявились многие отрицательные стороны: валютные риски, невозможность рефинансирования, снижение рейтингов и др. Банки увеличивали внешние долги, не стимулируя население открывать депозиты. Это усиливает риски и снижает потребление внутри страны, что приводит к торможению всей экономики.

В условиях кризиса Банк России был вынужден выступить кредитором последней инстанции для решения как проблемы ликвидности, так и рефинансирования зарубежных заимствований. Именно поэтому доля Банка России в пассивах банковской системы практически с нуля в начале 2008 г. выросла до 8% к середине 2009 г. Таким образом, отмежевание от кредитования комплексной модернизации промышленного производства через коммерческие банки частично было реализовано косвенно уже в крайне сложных условиях.

Институциональное развитие РБС характеризуется трехуровневой структурой, где на 1-м уровне представлен Банк России как координирующий орган и связанные с ним специализированные регулирующие структуры (АСВ, ФСФР), на 2-м уровне – коммерческие банки, а на третьем – инфраструктурные организации банков и банковской системы (процессинговые и клиринговые центры, депозитарии, инвестиционные компании, управляющие компании и др.). Такая структура с теми или иными модификациями характерна для большинства стран. Правда, в ряде стран к этому же уровню относят мелкие региональные и/или специализированные банки (например, США, Германия).

Крайне важным является наличие скоординированного управления и надзора, что высветил кризис 2007 – 2009 гг. (в частности, в США проблема независимых инвестиционных банков (ликвидированы в

сентябре 2008 г.) и банковских конгломератов (представляющих системные риски не только для национальной, но и мировой банковских систем) и требующих специализированного управления). В этой связи проблема управления финансовой системой, включая банковской, регламентированное взаимодействие между регуляторами в лице Банка России, АСВ и ФСФР является одной из первостепенных задач. Вполне возможно, необходимо создание координирующего органа, четкое разделение функций и согласование между структурами.

Представляется естественной особая роль Банка России не только в банковском надзоре и регулировании, но и в выработке и реализации денежно-кредитной политики. Стимулирующая роль процентных ставок и установление баланса стимулов и противовесов в денежно-кредитной сфере предполагают выработку на постоянной основе такой политики. При этом стимулирование модернизации предполагает снижение ставок предоставления кредитов, а рост нормы накопления – повышения ставок привлечения, что находится в противоречии, которое призван устранить Банк России за счет инструментов, развитие которых требует самостоятельного анализа.

Структура РБС существенно неравномерна. Из 1040 банков почти 70% банковских услуг приходится на 20 крупнейших банков, а 95% услуг обеспечивают 200 крупных и средних банков. Кроме того, в последнее время наблюдается рецессия в росте активов у остальных банков. Таким образом, вопрос об укрупнении банковской системы актуален, как и 10 лет тому назад. Положительным примером является недавнее слияние МДМ-банка и УРСА-банка. Можно ожидать положительного эффекта от поглощений крупными и средними банками малых банков, так как эффект от масштаба российскими банками далеко не исчерпан (внедрение дистанционных технологий, снижение транзакционных и накладных издержек, структурная унификация).

Сегментация РБС по формам собственности следующая: половина приходится на крупнейшие банки с государственным (прямым или косвенным) участием (Сбербанк РФ, Группа ВТБ, Россельхозбанк, Газпромбанк, Банк Москвы), не считая Банк развития (ВЭБ). Около 20% рынка занимают банки, контролируемые иностранным капиталом (из 50 зарегистрированных за 5 последних лет новых банков, а также из крупнейших приобретений в банковском секторе, большинство приходится на иностранный капитал). Крупные частные банки занимают еще порядка 15 – 20% рынка. На банки, головной офис которых находится в Москве, приходится более половины банковских услуг. Этим

определяется сегментация банков в эмпирических исследованиях, а также ниши консолидации.

РБС в мире. Наметился явный рост РБС в мировой банковской системе. По итогам 2008 г., 35 российских банков попали в мировую Top-1000. Два из этих банков (Сбербанк РФ и ВТБ) вошли в первую мировую сотню (по сравнению с менее чем 20 банками в 2004 г.). Активы российских банков соизмеримы с активами стран BRIC (более 0,5%) за исключением Китая, на который приходится более 5% активов мировой Top-1000 (рис. 7.3 (The Banker, 2008)).

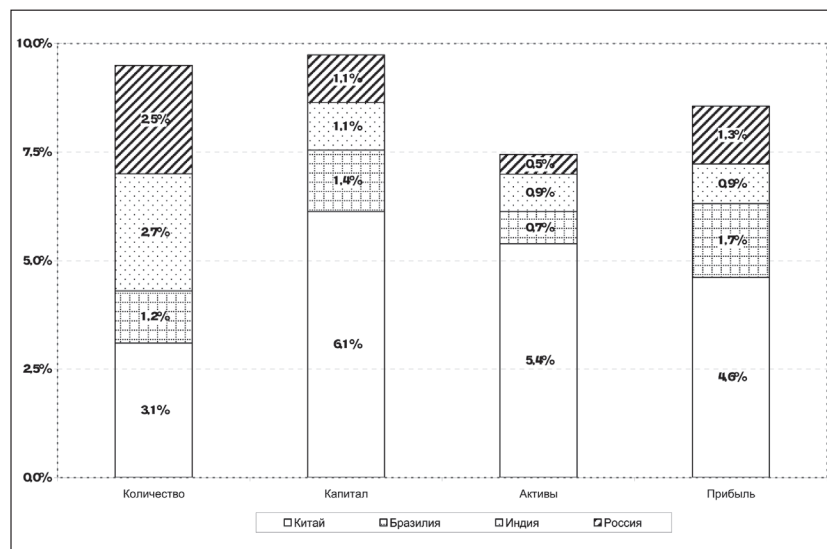


Рис. 7.3. Доля банков стран BRIC среди крупнейших банков мира.

В то же время крупнейший российский банк на порядок меньше по объемным показателям, чем крупнейшие банки мира, а активы всей РБС меньше активов любого банка из мировой Top-20. Достигнутый уровень РБС, несмотря на высокие темпы роста, не соответствует потребностям российской экономики. Многие предприятия вынуждены развиваться за счет собственных средств или зарубежных заимствований.

Доля банковского кредита в структуре капиталовложений российских предприятий все еще незначительна (на уровне 10% по сравнению с 40% в США, 45% в странах Евросоюза, 65% в Японии). Очень низка (2% от ВВП) доля кредитов, предоставляемых российскими

банками малому бизнесу, а также сроки кредитования (половина – до 1 года). Уровень обслуживания населения низок (около трети), особенно в регионах, хотя действующие «зарплатные» программы и высокие темпы наращивания кредитования населению достаточно быстро изменяют ситуацию в этой сфере.

7.1.2. Устойчивость РБС до и во время кризиса

Анализ устойчивости РБС показывает, что пруденциальный надзор претерпел качественные изменения, хотя и оставил много нерешенных проблем. Если формально для стационарного режима среднестатистический уровень надежности банков (16,9% достаточности капитала и 10,5% основного капитала по системе в целом) оставался допустимым, то кризис выявил ряд проблемных вопросов.

Реакция Банка России по поддержанию ликвидности как кредитора последней инстанции и регулятора была в 2007 – 2009 гг. адекватной (снижение уровня ФОР, расширение ломбардного списка по сделкам РЕПО, проведение аукционов по размещению ресурсов, докапитализация крупнейших банков и др.). В то же время качество кредитного портфеля продолжало падать.

Помимо макроэкономических (включая ухудшение кредитного качества предприятий и населения как заемщиков) имеются и чисто банковские причины: слабый риск-менеджмент, снижение требований при кредитовании, проблемы ресурсной базы, увлечение производными финансовыми инструментами. Доля проблемных ссуд выросла до 5,1%, более чем в 2 раза за год с апреля 2008 г. При этом резервы под возможные потери по ссудам росли существенно медленнее, и их уровень в 5,5% на 01.04.09 практически совпадает с уровнем проблемных ссуд, что явно недостаточно. Отношение средств клиентов к совокупным ссудам существенно снизилось до 83% со 100% двумя годами ранее, прежде всего за счет снижения темпов роста клиентских средств при относительно высоком росте кредитования.

Основную опасность (Банк России, 2009 а) представляют кредитный и рыночный риски. Совокупный рыночный риск, основная часть которого приходится на валютные риски, сравнительно стабилен – на уровне 40% (Банк России, 2009 б). В то же время если первая волна кризиса была нивелирована за счет накачки ликвидности в банковский сектор (как в России, так и во многих других странах), то проблема абсорбции «плохих» долгов пока не решена. Усредненная эффективность банковского сектора за последний год резко снизилась, прежде

всего, за счет существенного снижения прибыли (в 2,3 раза за первый квартал 2009 г. по сравнению с аналогичным периодом предшествующего года). При этом рентабельность активов и капитала также снизились более чем в 2 раза.

Стресс-тестирование. Международные рейтинговые агентства и Банк России в середине 2009 г. провели очередные стресс-тесты как РБС, так и отдельных банков (на основе данных по МСФО). По этим оценкам уровень необслуживаемых кредитов (NPL) может составить от 10% до 40%, причем с учетом оценки потерь в случае дефолта (LGD) на уровне 30% и использования резервов и прибыли банков в течение ближайших трех лет может потребоваться докапитализация банков в размере 0,5 – 1,5 трлн руб. (табл. 7.1). Близкие по требуемому уровню докапитализации оценки получены Сбербанком РФ и «Ренессанс-Капиталом» (Греф, Юдаева, 2009).

Таблица 7.1

Результаты стресс-тестирований РБС, проведенных во II кв. 2009 г.

Организатор	Основные положения	Потребность докапитализации	Рекомендации
Банк России	Крупнейшие банки (TOP-100) с последующей экстраполяцией. Уровень проблемных активов – 10 – 12%	от 500 млрд руб.	Наращивание капитала совместно с акционерами
Moody's	Доля проблемных кредитов – до 20%	1,3 трлн руб.	Докапитализация, в том числе за счет слияний и поглощений
S & P	Доля проблемных кредитов – до 40%	45 млрд долл. США	Докапитализация
Fitch	Уровень проблемной задолженности 15 – 40% (базовый – 25%)	22 млрд долл. США (от 3 до 60 млрд для крайних сценариев)	Докапитализация

Механизм рекапитализации задействован для стабилизации банковской системы не только в России, но и в США, в странах Евросоюза.

Готовящаяся государственная программа по поддержке капитала 1-го уровня может стать существенным сглаживающим фактором. Требуемые вливания в капитал, скорее всего, станут существенными, однако ожидается, что процесс будет управляемым. Кредитные потери в мелких частных банках могут способствовать консолидации в секторе.

Проблема избавления от «токсичных» активов является одним из основных факторов ускорения выхода из кризиса. По мнению Г. Грефа (2009), массовые невыплаты компаниями по кредитам могут начаться в третьем квартале. По мнению А. Улюкаева (2009), формирование единого центра концентрации плохих активов не целесообразно, а банки должны решать вопрос самостоятельно, возможно, за счет бридж-структур, что может в итоге привести к сдерживанию кредитования, в том числе модернизации.

В настоящее время относительно ряда кредитных организаций (КО) принимаются меры по предупреждению банкротства (АСВ, порядка 20 банков). Среди таких банков три банка из первой тридцатки («КИТ-Финанс», «Связь-банк» и «Глобэкс»; два последних куплены ВЭБом за символическую сумму), которые были рассмотрены как потенциальные системные дестабилизаторы банковской системы.

Наибольшие проблемы устойчивости возникают, как правило, у малых и крупнейших банков (российская статистика 1998 г. из Карминский и др., 2005). Регулирование средних и малых банков более предсказуемо, и существующие нормативы банковской деятельности сравнительно хорошо справляются с этой задачей в силу массовости таких банков.

Вопрос о регулировании деятельности крупнейших межнациональных банков стоит достаточно остро и требует дополнительного внимания. В США рассматривались даже меры по снижению размеров банков на основе рыночных принципов, в том числе за счет введения более высокой платы в систему страхования вкладов (FDIC) за возможные системные риски, более высоких требований к капиталу, компенсации стоимости поддержки в случае несостоятельности (предоплата потенциального банкротства).

7.1.3. Проблемные вопросы обеспечения устойчивого развития

Каждый кризис таит в себе потери и новые возможности. Он как минимум заставляет осмыслить текущее состояние, оценить проблемы, наметить пути их решения в системной интерпретации, во взгляде

на задачи экономики в целом и роли РБС в ней. На основе проведенного анализа и ряда смежных исследований можно систематизировать основные проблемы банковской системы и попытаться наметить пути их решения. Представляется, что как в России, так и за рубежом дальнейшее развитие будет ориентировано на обеспечение устойчивости при достаточном уровне прибыльности.

Этап устойчивого развития (начиная с 2010 года, ожидаемого момента начала выхода из кризиса), предусматривающий смещение акцентов с вопросов наращивания объемов, на управление балансом, должен сопровождаться решением проблем, накопленных самой РСБ и потребностями экономики, которые требуют приоритетного решения:

1. Устранение системной недоразвитости РБС в части:

- консолидации (комплексное управление РБС, совершенствование требований к универсальным банкам, развития специализированных КО (региональных, продуктовых);

- законодательного регулирования (внедрение отчетности по МСФО, комплексирование систем риск-менеджмента, совершенствование пруденциального надзора, в т. ч. за финансовым рынком в целом);

- технологического развития (модернизация платежных систем, развитие систем банковских и кредитных карт, внедрение новых продуктов и услуг, в т. ч. нетрадиционных).

2. Обеспечение пропорционального развития РБС в интересах кредитования реальной экономики и населения, в том числе модернизации. Решение ресурсной проблемы, в том числе за счет отечественных возможностей для смягчения зависимости от зарубежных заимствований. Стимулирование роста нормы сбережения.

3. Укрепление капитальной базы РБС. Формирование эффективных схем привлечения ресурсов в капитал банков, в том числе через механизмы публичных размещений. Регулирование доли иностранного капитала в РБС.

4. Решение проблемы эффективного регулирования финансовых институтов (включая банки и банковские холдинги) на национальном и наднациональном уровнях. Повышение информационной прозрачности для обеспечения устойчивого долговременного развития.

5. Развитие категории независимой оценки бизнеса в интересах принятия бизнес-решений и управления рисками, в том числе упорядочивание деятельности рейтинговых агентств.

6. Трансформация структуры продуктов и услуг, определяемых вызовами времени, прежде всего, развитие дистанционных услуг в связи

с направленностью современного бизнеса на ускорение расчетов и переход на менее затратные технологии обслуживания клиентов.

Конкретные предложения по указанным проблемам будут приведены в последующих частях работы последовательно применительно к формированию ресурсной базы для кредитования реального сектора и его модернизации (подраздел 7.1.4), модернизации самой РБС (подраздел 7.1.5), повышения устойчивости и эффективности РБС (раздел 7.2) и финансирования модернизации российской экономики (раздел 7.3).

7.1.4. Проблема ресурсной базы и денежно-кредитная политика

Для модернизации и развития экономике нужна кредитная система, предоставляющая разные по структуре и срочности кредиты. Эти механизмы в ведущих банках РБС в основном отработаны. Во многих странах мира у мелких банков есть жесткая специализация (продуктовая, отраслевая или региональная), что в отличие от России решает проблемы микрофинансирования (ИЭ РАН, 2009).

Но в России проблема не столько в кредитах, сколько в ресурсах, обеспечивающих их предоставление. Проблема ресурсов, их стоимости является ключевой не только в России (Карминский, Пересецкий, 2007) как важнейший фактор устойчивости банков.

Основными источниками кредитных ресурсов в развитых странах являются сбережения (населения и предприятий). Доля привлеченных средств физических лиц и нефинансовых организаций в пассивах РБС снизилась за последние 1,5 года на 1,4% до 42%, что явно недостаточно для интенсивного развития экономики (доля кредитов за последние 3 года выросла на 10% – до 72% активов). При этом на средства со сроком привлечения более 3 лет приходится только 5 – 6% пассивов. Рост сбережений населения в условиях кризиса за I полугодие 2009 г. на 12% пока не является системным фактором.

Зарубежные заимствования РБС в 2008 г. достигли 18 – 19% пассивов, причем значительный рост наблюдался в 2005 – 2007 гг., что способствовало существенному росту кредитования как нефинансовых организаций – до 47%, так и физических лиц – до 14% активов. Отсутствие возможности рефинансирования по доступным ценам породило проблему ресурсной недостаточности. Частично проблема была решена за счет замещения выбывающих зарубежных заимствований ресурсами Банка России (выросли за 1,5 года на 8%), а также ограничениями на предоставления средств менее надежным заемщикам.

Вопрос о государственной поддержке программ модернизации связан с денежно-кредитной политикой Банка России (2008).

Типовым источником долгосрочного финансирования за рубежом являются фонды (инвестиционные, пенсионные, страховые, паевые и др.). В России они созданы, но не являются значимым источником фондирования, так же как и внутренние заимствования за счет выпуска облигационных займов, в т. ч. целевых.

Недостаточно использовался рынок внутреннего долга, который является неотъемлемой частью национальной финансовой системы, воздействующей как на состояние финансовой сферы, так и на поступательное развитие реального сектора экономики. Федеральные облигации могут определять минимальную стоимость свободных средств в экономике России, косвенно исполняя роль ставки рефинансирования (по аналогии с развитыми рыночными экономиками).

Развитие рынка федеральных облигаций должно способствовать росту внутренних сбережений и расширению ресурсной базы национальной банковской системы, расширению возможностей денежных властей привлекать финансовые средства с внутреннего рынка, а также эффективно использовать процентные ставки в качестве инструмента макроэкономического регулирования (Ведев, Клепач, 2003).

Таким образом, вопрос о стимулировании формирования ресурсных фондов для модернизации является крайне важным и требует как научного, так и практического решения. Проведенный анализ позволяет сформулировать ряд первостепенных задач, решение которых может оказать положительное воздействие на финансирование модернизации.

1. Представляется целесообразным *привлечение ресурсов государственных фондов* (золотовалютного, развития и др.) для стимулирования модернизации. Оно может быть в форме гарантий, софинансирования проектов, участия в создании целевых фондов и др. Можно высказать гипотезу, что такая диверсификация не снизит устойчивость государственных фондов и при целевом использовании не повысит уровень инфляции, т. е. сохранит макроэкономическую стабильность. При этом возрастет роль Банка России в части контроля целевого использования ресурсов.

2. Развитие *целевого внутреннего заимствования* окажет благоприятное воздействие на развитие ресурсной базы долгосрочного финансирования. При этом могут быть использованы механизмы облигационных займов и формирования фондов. Основной является проблема доверия, меры по формированию которого станут ключевыми (участие или гарантии государства, крупных компаний и др.).

3. *Стимулирование сбережений населения* за счет целевого их использования (первоначальные накопления на решение жилищных и бытовых проблем, участие в фондах, стимулирующие проценты при безотзывном размещении средств на депозитах на длительный срок, выборочное повышение уровня страховых гарантий для отдельных видов вкладов). Стимулирование сбережений организаций может быть за счет страхования вложений и экономических факторов.

4. Упорядоченное и *регулируемое привлечение иностранного капитала* желательно направить на прямое финансирование инвестиционных проектов, в том числе при формировании синдикатов по схеме проектного финансирования. Комплекс стимулирующих мер может быть предложен как в отраслевом, так и проектном срезе.

Представляется, что эти вопросы должны быть решены при формировании денежно-кредитной политики, процентной политики и их реализации.

Решение проблемы «плохих» долгов и рекапитализация.

Расчистка балансов банковского сектора от «плохих» долгов, накопившихся после острого этапа кризиса, является ключевой мерой для возвращения к сбалансированному росту. Но правительства очень часто запаздывают с ее проведением, так как для них она довольно болезненна (Греф, Юдаева, 2009). Вместо проведения решительных мер по рекапитализации банков правительства часто идут на ослабление регуляторных норм, дающих банкам возможность скрывать «плохие» долги. Результатом является накопление последних, а в конечном счете – рост государственных издержек.

Имеются как положительные (Корея, Швеция), так и отрицательные примеры (Япония, Мексика, Индонезия) абсорбции «плохих» долгов. Для отрицательных либо выход из кризиса занял более десяти лет (Япония), либо банковская система осталась нестабильной, а экономика начала расти за счет внешних факторов, так как не смогли найти эффективных инструментов для избавления от «плохих» долгов в банковском секторе или сделали это слишком поздно (Греф, Юдаева, 2009).

Текущий кризис занимает особое положение. Значительные средства банковскому сектору выделили в США (более 250 млрд долл. крупнейшим банкам в обмен на привилегированные акции), в Великобритании выкупили акции ряда крупнейших банков, ввели программу защиты активов. По различным оценкам РБС для рекапитализации потребуется от 500 млрд руб. Эти средства могут быть привлечены за счет дополнительных эмиссий (недавно прошла дополнительная эмиссия ВТБ, предусмотрена такая возможность Сбербанком РФ. Другим

вариантом является выпуск и выкуп долгосрочных облигаций и предоставление субординированных кредитов, что практиковалось Банком России в 2008 – 2009 гг.

Международное финансирование и его использование в России. Особенностью банковской системы России, имеющей всего 20-летнюю историю, является низкий уровень накопления, небольшой объем долгосрочных ресурсов, связанных с пенсионным обеспечением и страхованием. Значительные разрывы по срокам привлечения и размещения в значительной мере снижались за счет привлечения зарубежного финансирования.

Естественно, эти ресурсы имеют повышенные валютные риски вне зависимости от того, в какой валюте они будут размещены. Это связано с тем, что риски в любом случае будут воздействовать на российскую компанию, то ли банк, то ли заемщика. Поэтому в макроэкономическом плане при заимствовании на международных рынках модернизация российской экономики, по крайней мере, частично, будет зависеть от этих ресурсов.

Может ли Россия позволить себе такие заимствования? Представляется, что да, но при этом взвешивая весь комплекс рисков и принимая меры к их сбалансированности. Это связано с тем, что денежные потоки от экспортной выручки достаточно устойчивы и при определенном уровне цен на сырье могут быть источником покрытия долга аналогично схеме проектного финансирования. Представляется, что такая схема может быть вполне работоспособной. Этот тезис требует эмпирической проверки.

Международный канал привлечения ресурсов будет доступен. Но важно не перегреть международные инвестиции, что можно было наблюдать в предкризисный период не только в России, но еще в большей степени в других странах СНГ, в частности в Казахстане (S&P, 2009).

7.1.5. Назрела ли модернизация самой банковской системы?

Модернизация экономики требует адекватного финансового сопровождения. Перечисленные выше проблемные вопросы показывают, что в самой РБС много нерешенных проблем, предполагающих структурную, организационную и технологическую модернизацию. Без сильного и конкурентного банковского сектора страна будет жить от кризиса к кризису, от преодоления последствий старых пузырей к формированию новых. Устойчивость развития РБС определяет будущие возможности экономики.

Структурная модернизация. Трехуровневая система РБС требует модификации. Уровень универсальных банков выдерживают порядка 100 – 200 из них. На третьем уровне помимо специализированных сервисных организаций (процессинговые и клиринговые центры, депозитарии, рейтинговые агентства) могли бы успешно работать финансовые специализированные бизнес-единицы, подчиненные универсальному банку или специализированному союзу (ИЭ РФН, 2009), обладающему банковской лицензией и в пруденциальном плане подконтрольные Банку России.

Кризис может привести к существенной консолидации российской банковской системы. Мелкие банки могли бы: а) объединиться для формирования устойчивой КО либо между собой, либо присоединившись к более крупным организациям; б) стать специализированной КО с ограничениями по видам операций и/или региону распространения услуг; в) организовать на базе специализированной кооперации. При этом государство должно разработать программу стимулирования роста количества сильных банков в РБС. Устранение неэффективного довеса, о чем свидетельствуют и эмпирические исследования технической эффективности (Головань и др., 2008), представляется целесообразным и призвано усилить роль универсальных банков, повысив требования к ним, в том числе и по уровню капитализации.

Важным фактором развития РБС является соответствие вызовам времени, в том числе развитие методов микрофинансирования. Эта система инструментов предназначена преимущественно для малого бизнеса, индивидуальных предпринимателей и домашних хозяйств. Опыт других развивающихся стран (например, Индии) свидетельствует об эффективности таких методов. Можно рассматривать формирование такой системы как проект. В данной работе мы не будем детально касаться этой темы. Отметим только, что одним из факторов развития розничного бизнеса являются страхование вкладов как фактор стимулирования и рыночная дисциплина как сдерживающий фактор принятия избыточных рисков (Пересецкий, 2007).

Особое значение представляет защита от чрезмерного проникновения иностранного капитала на финансовые рынки России как в банковской сфере, так и в страховом бизнесе, так как его участие в модернизации российской экономики проблематично (примеры попыток покупки Opel у General Motors и приобретения ВТБ 5% акций компании Airbus). Если к концу 2001 г. количество контролируемых нерезидентами банков составляло порядка 30, то к концу 2008 г. оно

превысило 100, в том числе среди 50 крупнейших российских банков они составляли более трети.

Усиление государственных банков в условиях кризиса имеет как положительные (более высокий уровень устойчивости), так и отрицательные (снижение конкуренции) моменты и требуют корректировок по выходу из кризиса.

Необходимость регуляторных новаций. Кризис показал, что причины его возникновения за рубежом и распространения в развивающихся странах, включая Россию, лежат в регуляторной сфере. Неуправляемое развитие банковских инструментов, обеспечивающих рост левверенджа, включая производные финансовые инструменты, нерегулируемая секьютеризация привели к тому, что риски, принимаемые на себя банками, оказались трудно оцениваемыми.

Этому же способствовало быстрое развитие надгосударственных финансовых институтов, глобализация банковской деятельности. Вопрос о координации регулирования актуален как внутри страны, так и между государствами. Базель II не дает полного ответа на эти вопросы, хотя в странах Западной Европы, где его механизмы используются более широко, кризисные явления в финансовой сфере не столь остры. Отмеченные моменты актуальны и для РБС с поправкой на некоторое отставание в развитии требует устранения и других проблем.

Модернизации финансовой системы. Развитие новых финансовых инструментов, фондовых рынков способствует как усилению роли и влиянию финансовой системы на экономику, так и усилению РБС. Требуется снижение спекулятивного уровня фондовых рынков, в том числе за счет регуляторных изменений. Важным является повышение прозрачности рынка, создания общедоступной и контролируемой государством системы раскрытия информации о рынке, формирование механизмов контроля рыночной дисциплины со стороны профессиональных участников (Сулакшин и др., 2008).

Важной составляющей является снижение уровня зависимости от спекулятивной составляющей иностранных участников рынка. Развитие российских биржевых площадок, усиление роли рубля как региональной валюты также могут рассматриваться как потенциальные меры усиления финансовой системы, эффективность которых требует дополнительного исследования.

Модернизация банковских технологий. Основными функциями банков являются платежно-расчетная и финансово-посредническая. Современная экономика требует выполнения таких функций быстро и вне зависимости от региона. Финансовые услуги как никакие другие

приспособлены для дистанционной формы реализации. В связи с тем, что многие механизмы модернизации также замкнуты на возможностях информационных технологий, представляется важным комплексное решение этих проблем.

Технологическое развитие РБС за 20 лет достигло современного мирового уровня с лагом порядка 5–10 лет. Это касается таких проектов, как внедрение банковских карт (при этом чековый этап был успешно пропущен), депозитариев (ряд российских депозитариев признаны на мировом уровне как успешные кастодианы), биржевая торговля (отставание по производным инструментам зачастую действовало на пользу РБС), расчетных систем, в том числе межбанковский клиринг и ряда других.

Ряд вопросов требует дальнейшей проработки. Они могут быть структурированы как проекты национального масштаба. К ним можно отнести формирование современной платежной системы, обеспечивающей ускорение расчетов с повышенной системой безопасности, внедрение банковских и кредитных карт как средства платежа (снижение уровня наличных расчетов, их ускорение, снижение уровня серых схем).

Крупнейшей проблемой является внедрение современных систем риск-менеджмента. Это не только методологическая и организационная, но и достаточно сложная технологическая задача. Опыт Западной Европы показывает, что финансовые затраты на такие системы также высоки, в связи с чем ее можно рассматривать как инвестиционную.

Внимания требуют модернизация информационных банковских систем, внедрение систем комплексного планирования и управления банковской деятельностью, развитие устойчивых методов использования производных финансовых инструментов. Можно выделить также методологическую и технологическую поддержку инвестиционной деятельности, развитие соответствующего кадрового потенциала и другие актуальные аспекты банковской деятельности.

7.2. ФАКТОРЫ УСТОЙЧИВОСТИ И ЭФФЕКТИВНОСТИ РБС

7.2.1. Факторы рисков и их оценивание

Классификация банковских рисков. В качестве основных факторов риска (согласно (Basel, 2004) выступают рыночный, кредитный, операционный риски и риск ликвидности. Согласно исследованиям

Банка России (2009а), для российских банков наиболее значимы кредитный и рыночный риски.

Типовая система управления кредитными рисками крупного банка включает в себя оценку рисков на индивидуальной (экспертиза отдельных сделок) и портфельной (оценка концентрации рисков) основах с использованием качественных и количественных методов. Основопологающим принципом является сопоставимость результатов оценки рисков при принятии кредитных решений, администрировании, мониторинге рисков и при формировании резервов. В условиях кризиса для большинства банков произошло усиление кредитной экспертизы и рыночной дисциплины, пересмотр стандартных программ кредитования, ужесточение требований к залоговому обеспечению сделок, усилен контроль над принятием и концентрацией рисков.

Внедрение Базель-II обеспечивает возможность дифференцировать риски и определять их количественно; внедрять адаптированные по странам процедуры для соответствия требованиям национальных надзорных органов; предъявлять требования к банкам на основе IRB-подхода. Банки, получившие разрешение на свою внутреннюю систему рейтингов (IRB-систему) для определения основных вероятностных показателей, характеризующих возможные потери от дефолта по обязательствам заемщика, могут рассчитывать размер капитала на основе собственных оценок 4 характеристик кредитного риска:

- PD – вероятность дефолта (probability of default);
- EAD – подверженность кредитному риску в момент наступления дефолта (exposure at default);
- LGD – уровень потерь при наступлении дефолта (loss given default);
- M – срок до окончания сделки (maturity).

Система *управления рыночными рисками* предусматривает обязательные процедуры анализа рыночных рисков, внедрение политики управления активами и пассивами, разработку нормативной базы для оценки всех рыночных рисков и лимитирования операций (в т.ч. с производными финансовыми инструментами). Должны быть реализованы процедуры мониторинга лимитов и других ограничений, контроль со стороны коллегиальных органов управления по всем видам рисков. Предусматривается управление процентными, ценовыми, валютными рисками и рисками рыночной ликвидности. Количественная оценка рыночных рисков, как правило, проводится с применением методологии VaR-оценки в нормальных и стресс-условиях. Используются разнообразные инструменты мониторинга, анализа и

минимизации рыночных рисков, а также оценки рисков по планируемым операциям.

Система управления рисками ликвидности является неотъемлемой частью системы управления активами и пассивами и включает два основных компонента: управление мгновенной (краткосрочной) и перспективной ликвидностями с целью достижения оптимального соотношения риск/доходность. Используются качественный (сценарный гар-анализ) и количественный (отвлечение экономического капитала) подходы. Особое внимание уделяется фондированию активных операций.

Финансовые кризисы. Согласно (Mishkin (2001)), финансовый кризис – это процесс дезорганизации финансового рынка, при котором проблемы неблагоприятного выбора и морального риска приводят к прекращению выполнения рынками функций передачи финансовых ресурсов субъектам с наилучшими инвестиционными возможностями. Выделяются следующие факторы нестабильности:

- рост процентных ставок, вызванный асимметрией информации;
- обвал фондового рынка;
- рост числа банкротств (поскольку обеспечение под кредит в значительной степени состоит из ценных бумаг);
- рост неопределенности на финансовом рынке, сокращение выдачи кредитов;
- банковская паника;
- сокращение инфляции в связи с потерями стоимости активов.

Циклический финансовый кризис является частью экономического. Источником может быть спад в циклическом развитии экономики. Фактор психологического риска также может послужить причиной для перетекания специфического финансового кризиса в циклический. Он сопровождается падением цен на финансовые активы, дефляцией, приводящей к банкротству субъектов рынка. Объектами циклического финансового кризиса выступают валюта, ценные бумаги, кредиты, депозиты, производные финансовые инструменты (Рудый, 2003).

В другой классификации выделяются (Аникин, 2000) следующие компоненты кризиса: бюджетный, банковский, денежного обращения, валютный и биржевой. К приведенной выше типизации нужно добавить так называемый двойной кризис (одновременно происходят валютный и банковский, twin crises). На практике банковские кризисы, как правило, заканчивались девальвацией национальной валюты, в то время как валютный кризис совсем не обязательно должен повлечь за собой банковский кризис.

Приток иностранного капитала, несмотря на улучшение позиций платежного баланса, становится все более значимым фактором системного риска, особенно для развивающихся стран. В развивающихся странах связь и каналы заражения между различными финансовыми и экономическими институтами значительно менее защищены, что повышает вероятность системного заражения. Каналами распространения финансовых кризисов для развивающихся стран являются финансовые связи (асимметрия информации и стадное поведение, прямые финансовые связи, операции на финансовых рынках, проблемы ликвидности); торговые связи; общая чувствительность к отдельным шокам (макроэкономические сходства).

Индикаторы кризисных явлений. Финансовый кризис характеризуется непрогнозируемым поведением ряда макроэкономических показателей. При этом динамика изменения показателей не укладывается в обычные статистические характеристики некризисных периодов. Поиску индикаторов, позволяющих не только идентифицировать, но также спрогнозировать финансовый кризис, посвящен ряд работ (Kaminsky, 1998).

Экономический кризис и нестабильность могут проявиться в неустойчивости и непредсказуемой динамике показателей. Возможность кризиса может быть определена через превышение индикатором порогового значения, рассчитанного по историческому распределению значений (например, из доверительного интервала на 90% и 95% уровнях значимости для обычного и экстремального сигналов соответственно). В качестве индикаторов используют темп роста, а не абсолютную величину показателя (Kaminsky, 1998). В качестве критерия качества индикатора может быть использован Noise-to-signal ratio ω как отношения ошибок II рода β к дополнению $(1-\alpha)$ к ошибкам I-го рода. Индикаторы можно агрегировать, чтобы получить общий композитный индикатор кризиса.

При возникновении системного банковского кризиса на примере коллапса 2007 г. на рынке залоговых бумаг США в работе (Boyd et al., 2008) указывается на значимость реакции государства на шок. Системы индикаторов таких кризисов ориентированы на:

1. *Недостаточность капитала и неплатежеспособность* значительных сегментов банковской системы, а также невозможность функционирования без поддержки монетарных и надзорных властей, что выражается в широких масштабах национализации; экстренных мерах регулирования; превышение 2% ВВП объема выделенных для спасения системы средств; превышение объемом

просроченной задолженности 10% от суммарного объема кредитов на пике кризиса (Caprio, Kinglebiel, 1996).

2. *Реакция государства на кризисные явления* (Caprio et al., 2005).

3. *Потребность в рекапитализации и реструктуризации БС* (интеграции БС, включая поглощения и слияния), в том числе в результате масштабного государственного вмешательства (Reinhart, Rogoff, 2008; Kaminsky, Reinhart, 1999).

4. *Выделение системных индикаторов и лагов* (снижения качества активов, предложения депозитов со стороны вкладчиков, спроса на кредиты и др.); индикаторами являются резкое снижение темпов роста выданных кредитов и депозитов.

В работе (Laeven, Valencia, 2008) введены критериальные определения кризисов через отток депозитов (5% и выше в месяц), введение заморозки депозитов или необеспеченных гарантий; предоставление дополнительной ликвидности банкам (в размере 5% от общей суммы депозитов и вдвое больше предыдущего года). Проблемным может оказаться мониторинг такого рода показателей.

Система индикаторов, ориентированная на РБС, была предложена в работах (Солнцев, 2009; Киселев, 2009) и позволяет идентифицировать предкризисные явления, но все еще требует дополнительной проработки.

Кризис ликвидности 2008 года. Проблема ликвидности усугубляется при любом финансовом кризисе (Mishkin, Eakins 2006). Основным источником ликвидности в стабильных условиях является межбанковский рынок (рынок МБК), который обеспечивает оперативное перераспределение ресурсов, прежде всего краткосрочных, в банковской системе и основан на взаимном доверии между контрагентами. Рост кредитных рисков на рынке МБК порождает недоверие между банками, снижение или закрытие лимитов на необеспеченные сделки.

Так как банки, являясь финансовыми посредниками, трансформируют сроки и объемы ресурсной базы при формировании портфеля активов, прежде всего кредитного, то существенно возрастают разрывы между активами и пассивами. Это приводит к сокращению объемов кредитования и снижению производственной активности, если отсутствует вмешательство кредитора последней инстанции в лице Банка России или государства через государственные банки.

Это можно было наблюдать на финансовых рынках, сначала в США и ряде стран Западной Европы (с середины 2007 г.), затем за

счет порожденного глобализацией механизма «заражения» и на рынках развивающихся стран (с лета 2008 г.). Беспрецедентные вливания в банковскую систему для поддержания ликвидности и предотвращения банковской паники составили несколько триллионов долларов, а общий объем потерь от кризиса оценивается в 12 трлн долл. США (Telegraph, 2009).

Кризис ликвидности в сентябре 2008 г. в России имел причины, которые были заложены как во внешних, так и во внутренних факторах. Резкое сокращение мировой ликвидности летом-осенью 2007 г., вызванное проблемами на ипотечном рынке США и других западных стран, привело к оттоку капитала из России, а также к проблемам с рефинансированием ранее полученных средств. В совокупности с неравномерностью исполнения бюджета (существенный рост нагрузки в осенние месяцы) это привело к мини-кризису ликвидности в октябре-ноябре 2007 г. Вопрос был урегулирован за счет снижения отчислений банков в Фонд обязательных резервов (ФОР), а также использования на межбанковском рынке средств от аукциона по ЮКОСу, временно размещенных в Газпромбанке.

Принятые дополнительные меры по увеличению ликвидности включали: расширение ломбардного списка Банка России за счет снижения рейтинга отсечения до В+ по шкале международных агентств и дополнение списка тремя отечественными агентствами, бюджетное замещение ликвидности, использование средств Банка развития (200 млрд руб.). Это позволило оттянуть реальный кризис в России до осени следующего года, но не предотвратить его как в силу внешних (расширение кризиса в развитых странах и резкое снижение спроса и цен на традиционные продукты экспорта), так и внутренних (перегрев РБС и экономики) причин.

В сентябре 2008 г. ситуация изменилась. Резкое снижение цен на сырьевые ресурсы, прежде всего нефть и металлы, массированные продажи нерезидентов и последующий обвал рынка ценных бумаг летом 2008 г. усугубили накопившиеся проблемы 2007 г. и привели к полномасштабному кризису ликвидности.

Кризис привел к резкому росту ставок на рынке МБК (до 40%), сильному давлению на национальную валюту, а также дальнейшему снижению уровня доверия, в том числе вызванного несостоятельностью банков из TOP-30 («КИТ-Финанс», «Связь-банк» и «Глобэкс»), которые имели значимую инвестиционную составляющую, а также перегрев РБС (в августе 2008 года доля кредитов в активах банков достигла 77%) и фондового рынка.

Повышенные возможности для «заражения» в условиях дефицита ликвидности применительно к РБС и развивающимся рынкам отмечено Kagas et al. (2008b). Показано, что для предотвращения системного кризиса недостаточно регулировать ликвидность отдельными банками, а необходимо вливание ресурсов кредитором последней инстанции (Банком России) для восстановления координации на рынке МБК.

Меры Банка России, предпринятые для сглаживания кризиса ликвидности, можно оценить как своевременные и сопоставимые по значимости с другими странами (Улюкаев, 2009; Греф, 2009). Помимо перечисленных выше мер были предусмотрены поддержка системообразующих банков, санация наиболее крупных несостоятельных банков (всего в список АСВ по санации входило до 20 банков), расширение практики депозитных аукционов, рынка РЕПО, а также плавная девальвация национальной валюты. Банки разрабатывали антикризисные процедуры управления ликвидностью, хотя такие процедуры должны быть в инструментарии любого банка и поддерживаться в оперативной готовности (Бухтин, 2008).

7.2.2. Рейтинги как мера кредитного риска

Назначение рейтингов. Важную роль на практике играют независимые оценки риска компаний и ценных бумаг. Рейтинг в современном понимании — это комплексная оценка фирмы, банка, страховой компании, паевого фонда, страны, региона, выпусков облигаций и других финансовых инструментов по дискретной упорядоченной шкале, называемой рейтинговой шкалой. Рейтинг определяет позиционирование субъекта в рейтинговой шкале относительно «идеального» субъекта, т. е. процесс рейтингования схож с бэнчмаркингом, но предполагает значительную экспертную составляющую. Рейтинг выполняет функцию преобразования большого объема информации в публичное мнение относительно классификационной группы, к которой относится субъект (Карминский и др., 2005).

Кредитный рейтинг — это мнение рейтингового агентства относительно общей кредитоспособности заемщика или кредитоспособности заемщика в отношении конкретных долговых обязательств, основанное на оценке факторов риска. Они определяют класс (группу), к которой можно отнести тот или иной хозяйствующий субъект или финансовый инструмент, косвенно формируя оценку вероятности невыполнения этим субъектом своих обязательств (Hamilton, 2002).

Рыночная оценка вероятности дефолта по облигациям выражается в их цене или в спреде по отношению к безрисковому активу (обычно – ценным бумагам Казначейства США). Спреды между корпоративными облигациями и ценными бумагами Казначейства США (средние за 1973 – 1987 гг.), по данным (Altman, 1989), для рейтингов инвестиционного уровня составляют в среднем от 43 до 166 б.п. (при изменении рейтинга от AAA до BBB).

Рейтингование как бизнес. Формирование рейтингов является особым видом деятельности, достаточно востребованным в рыночной экономике. Положения Базель II (Basel, 2004) усилили интерес к рейтингам, их моделям, внутренним системам рейтингов. Базельский комитет предлагает банкам устанавливать нормы резервирования в зависимости от рейтинга заемщика.

Рейтинговые агентства не несут юридической ответственности за свои выводы, а регулирующим элементом их деятельности является репутационный капитал (Patroy, 2002). В то же время различные органы надзора устанавливают правила, регулирующие финансовую деятельность в зависимости от рейтингов, т. е. рейтинги имеют функцию своеобразного лицензирования (порог допустимости к определенным операциям и ресурсам, консалтингу и т. п.), что предопределяет особый интерес к ним не только со стороны инвесторов, но и государственных органов.

Регулирование рейтингового процесса. Международные рейтинговые агентства в качестве основных принципов оказания рейтинговых услуг указывают независимость оценок, публичность, доступность, коллегиальность, интерактивность, конфиденциальность информации, использование рейтинговых шкал, обеспечивающих сравнение эмитентов. Рейтинговый подход требует учета и анализа внутренней информации о рейтингуемой организации. В основу методологии проведения рейтингового исследования положены классификация существенных факторов и определение количественных оценок факторов риска, присущих оцениваемому эмитенту или выпуску долговых обязательств.

В 1975 г. Комиссия по ценным бумагам США (SEC) стала назначать рейтинговые агентства как «национально признанные статистические рейтинговые организации» (NRSRO). Существование этого списка является одним из объяснений того, что, несмотря на высокую рентабельность этого бизнеса, количество рейтинговых агентств невелико. В июне 2008 г. три ведущих мировых агентства сделали первый шаг к фундаментальному изменению бизнеса рейтингования: они будут

взаимно проверять методы взимания комиссии за рейтинг облигаций (WSJ, 2008).

Основным фактором, гарантирующим объективность рейтинговой оценки, является все же рыночная репутация самого агентства и уровень доверия к нему. На развивающихся рынках сам факт заказа компанией рейтинга косвенно свидетельствует о ее транспарентности. Наличие пусть не слишком хорошего рейтинга воспринимается рынком лучше, чем отсутствие рейтинга, так как неопределенность является негативным фактором (Карминский, Пересецкий, 2009).

Несут ли рейтинги информацию рынку? Некоторые работы показывают, что изменения рейтинга дают новую информацию рынку (Jewell, Livingston, 1999). Kish et al. (1999) показали, что спред облигаций зависит от расхождения рейтингов S&P и Moody's, присвоенных данному выпуску: большое различие рейтингов соответствует неопределенности, которая воспринимается рынком как дополнительный риск.

В ряде работ отмечается наличие отличий в рейтингах различных агентств (Packer, 2002; Kish et al., 1999). Ederington (1986) пришел к выводу о том, что нет систематического различия между рейтингами двух агентств, т. е. оно определяется случайными ошибками. Morgan (2002) показал, что расхождение рейтингов тем больше, чем меньше прозрачность эмитента, и наиболее велико для банков и финансовых компаний. Аналогичный вывод содержится в работе (Livingston et al., 2007). Эти авторы показали, что при наличии расхождения рейтингов увеличивается вероятность изменения рейтинга в течение последующих 4 лет. В работе (Карминский, 2009) показано, что для предприятий различие рейтингов зависит от рентабельности активов, мгновенной ликвидности, а также уровня инфляции и отраслевой принадлежности.

Ряд исследований показывает (Altman, Rijken, 2004; Pederzoli, Torricelli, 2005; Curry et al., 2008), что рейтинги являются проциклическими. Имеется определенный лаг между фиксацией финансовых результатов или реализации значимого события и изменением рейтинга. С одной стороны, это создает устойчивость рейтингового процесса и избавляет от реакции на сравнительно малозначительные события. В эмпирической работе (Altman, Rijken, 2004) показано, что рейтинги S&P соответствуют горизонту примерно в 5 лет.

С другой – это не всегда обеспечивает оперативность реакции рейтинговых агентств на значимые события. Примерами являются нашумевшие события вокруг крушения ряда крупных компаний (Enron, WorldCom, Parmalat, Arthur Andersen; 2001 г.), дефолты по низкокачественным ипотечным ценным бумагам (2007 – 2008 гг.) и другие,

происшедшие за последние несколько лет (Servigny, Renault, 2004). В то же время на примерах фирм США и данных рейтингового агентства S&P за два последних десятилетия прошлого века в работе (Amato, Furfine, 2004) показано, что во время рецессий число повышений кредитных рейтингов значительно уменьшалось. Рейтинги при этом не проявляют избыточной чувствительности к бизнес-циклам.

Причиной достаточно высокой волатильности рейтингов являются особенности присвоения страновых рейтингов, в первую очередь для развивающихся стран, с учетом как особенностей их пересмотра, так и модификации методологии рейтинговых агентств (Moody's, 2007). Исследования показали (Kaminsky, Schmucler, 2002; Reinhart, 2002), что возможны три канала нестабильности от изменения странового рейтинга в условиях кризиса: непосредственно через стоимость долговых обязательств и акций на рынке, путем заражения и порождения нестабильности в глобальном смысле, за счет рынков стран с более низкими рейтингами как более подверженных флуктуациям. Показано, что изменения в суверенных рейтингах влияют на спреды и доходность бондов, усложняют доступ к ресурсам на развивающихся рынках, способствуют переходу валютных в банковские кризисы, могут влиять на рецессию (Reinhart, 2002; Joo, Pruitt, 2006).

Рейтинги в России. Можно наблюдать несколько волн роста интереса к рейтингам в России. На начальном этапе становления рыночных отношений рейтинги были данью мировой моде. Преобладали ранкинги и их модификации. Основными объектами рейтингования были банки в силу их большего регламентирования. Определенным стимулом явился приход в Россию международных рейтинговых агентств и рейтингование ими страны начиная с 1996 г. Эти возможности, по сути в тестовом режиме, были востребованы вплоть до 1998 г., когда в результате финансового кризиса обанкротился ряд банков, имевших международные рейтинги и входивших в российскую Top-20.

Стимулом развития послужили через 3 года возможности зарубежных заимствований, в том числе для промышленных предприятий, и получение инвестиционного рейтинга Россией. С 2003 г. число рейтингуемых субъектов выросло в 3 раза – до более 300.

Уровень рейтингов российских банков (распределение рейтингов депозитов агентства Moody's во времени приведено на рис. 7.4) и предприятий (рис. 7.5; в единой шкале для трех ведущих агентств) сравнительно невысок. Только четверть из компаний, получивших рейтинги агентств S&P и Moody's, имеют рейтинги инвестиционного уровня. Средний уровень рейтингов находится в интервале между BB- и BB для

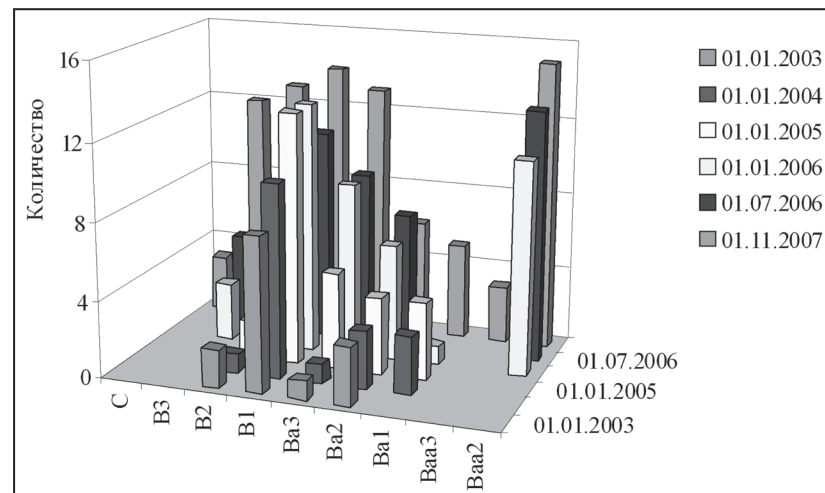


Рис. 7.4. Распределение рейтингов российских банков по градациям и во времени

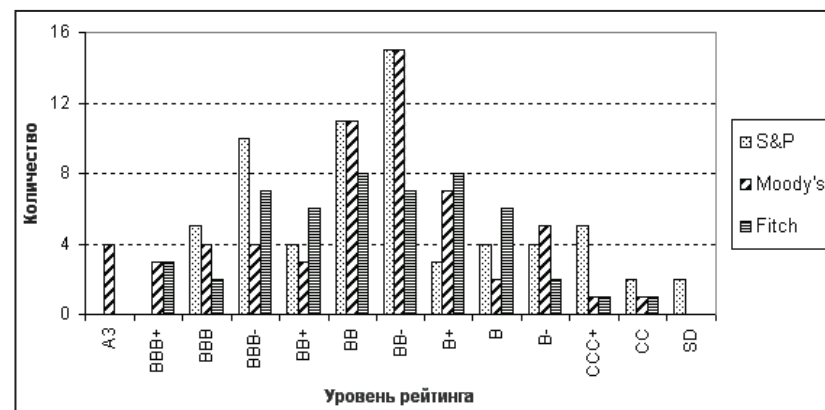


Рис. 7.5. Распределение рейтингов российских компаний по группам (январь 2009 г.)

всех трех агентств. Следует отметить снижение рейтингов России, российских банков и компаний в условиях кризиса на 1 градацию и более.

Отечественные агентства также играют значимую роль, но в своей нише. В связи с кризисом рост числа рейтингуемых компаний возрос для тех агентств, которые получили ту или иную аккредитацию. В

силу этого рейтинги в условиях кризиса получили помимо кредитной составляющей существенную функцию лицензирования.

Использование рейтингов существенно ограничивается тем, что сравнительно мало экономических субъектов имеют рейтинги. Кроме того, рейтинги имеют слишком большие интервалы актуализации. В этих случаях могут применяться эконометрические модели рейтингов, использующие дистанционный анализ субъектов хозяйственной деятельности (Altman, 1968; Sahajwala, Van den Bergh, 2000; Карминский и др., 2005).

Модели рейтингов могут представлять интерес для органов банковского надзора (в целях текущего мониторинга состояния банковской системы), для банков (в связи с возможностью использования предложенного Базель-II подхода по определению рисков на базе внутренних рейтингов контрагентов (IRB Approach), а также для розничного бизнеса и малых предприятий при построении скоринговых систем доступа.

Модели вероятности дефолтов российских банков рассмотрены в работах (Altman, Suggitt, 2000; Kalari et al, 2002) применительно к крупным американским банкам, (Herrero, 2004) – к банкам Венесуэлы, а применительно к РБС в (Головань и др., 2003; Головань и др., 2004; Peresetsky et al., 2004). Модели вероятностей дефолта могут использовать также матрицы перехода и цепи Маркова (Frydman, Schuermann, 2008), эконометрические модели, включая скоринговые (Altman, Saunders, 1998; Altman, 2005; Feng et al., 2008; Carey, Hrusau, 2001). Отличительной особенностью моделей для развивающихся рынков является использование макроэкономических факторов, что позволяет существенно улучшить качество моделей.

Статистика дефолтов применительно к российскому банковскому сектору представлена в (Карминский и др., 2005) и на рис. 7.6. Основной поток из более 2000 отзывов лицензий российских банков приходится на 1995 – 1999 гг. (более 1200 отзывов; кризисы 1994 и 1998 гг.) и 2006 – 2009 гг. (250 отзывов; кризисы 2004 г. и 2008 – 2009 гг.). Основными причинами отзыва лицензий являются несостоятельность и искажение отчетности в кредитных организациях (включая недостаточность капитала и неисполнение обязательств перед клиентами), а также невыполнение законов о банковской деятельности и нормативов Банка России. В то же время в 2005 – 2007 гг. основным фактором отзыва лицензий стало несоответствие требованиям закона о противодействии распространению средств, полученных преступным путем. Доля отзывов лицензий на добровольной основе невелика.

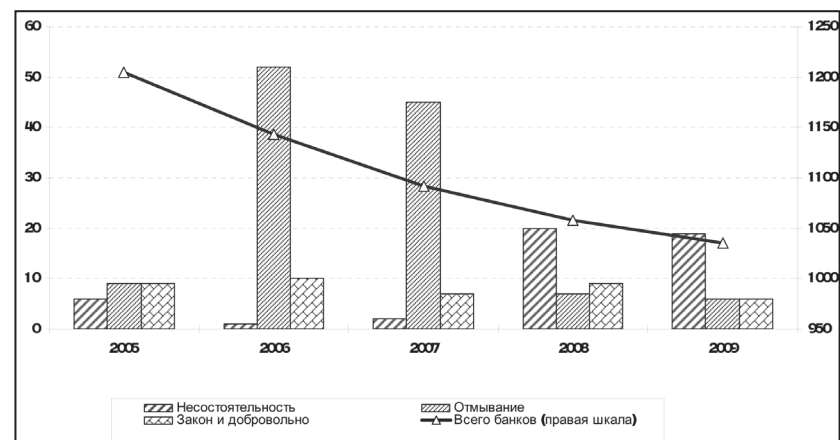


Рис. 7.6. Динамика отзыва лицензий Банком России в 2005 – 2009 годах.

Анализ значимых для дефолта факторов, а также построение эконометрических моделей основывались на кластеризации пространства объясняющих переменных и использовании макропеременных для повышения прогностической силы моделей (Peresetsky et al., 2004; Карминский и др., 2005). База данных формировалась на основе информации Банка России и агентства «Мобиле». Показано, что кластеризация повышает прогностическую силу моделей. При этом наиболее полезной является кластеризация по собственному капиталу, валюте баланса и кредитам экономике (в относительной шкале), а также автоматическая кластеризация. Значимые факторы в различных моделях представлены в табл. 7.2 (Карминский и др., 2005; Makovetskaya, 2009). При этом некоторые различия в базовых моделях определяются статистической зависимостью отдельных индикаторов (например, капитал, кредиты, резервы), а также U-образной зависимостью для ряда финансовых индикаторов, в частности валюты баланса, доли кредитов и др.

Можно заключить, что положительными факторами устойчивости являются размер банка (объем активов), а также доля ликвидных активов. Отрицательно влияют на устойчивость банков относительный объем кредитов, степень зависимости ресурсного обеспечения банка от межбанковских кредитов, а также доля неработающих активов. Оказывают положительное влияние и улучшают качество модели макропеременные (отношение экспорта к импорту, обменный курс доллара). На вероятность отзыва лицензии из-за «отмывания» влияет излишний уровень остатков на счетах как физических, так и юридических лиц (как база для осуществления операций по обналичиванию).

Таблица 7.2

**Банковские и макроэкономические индикаторы,
влияющие на устойчивость российских банков**

Переменная	Базовая модель	Макро-модели 1/2	Несостоятельность	Отмывание
Банковские индикаторы				
Валюта баланса (Активы), дефлиров., логарифм [#]	+**	+**	+**	+**
Балансовая прибыль/ Валюта баланса (Активы)	+**	+***		
Кредиты экономики/ Валюта баланса (Активы)	-***	-***		
Негосуд. долг. обяз./ Валюта баланса (Активы)	-***	-***		+***
Неработ. активы/ Валюта баланса (Активы)	-***	-***		
Ликвидные активы/ Валюта баланса (Активы)			+**	
Резервы/ Валюта баланса (Активы)			+**	+**
Оборот по корр. счетам/ Валюта баланса (Активы)			+**	+**
Депозиты ФЛ/ Валюта баланса (Активы)				-**
Средства ЮЛ/ Валюта баланса (Активы)				-**
Экспорт/ Импорт		+*** (Мод.1)		
Обменный курс доллара, квартальный		+*** (Мод.2)		

Значимость на 10% (*), 5% (**) и 1% (***) уровнях в зависимости от количества звезд. Снижение вероятности дефолта – знак «+»; повышение вероятности дефолта – знак «-».

Модели рейтингов и факторы риска. Если первоначально направленно рейтингов выступали долговые обязательства, то в настоящее время все большее значение приобретают рейтинги банков и корпораций, являющиеся основой для рейтингов их обязательств

(Altman, Suggitt, 2000). Это более четко выражено применительно к банковской отрасли (Moody's, 2007; Карминский и др., 2008), но и применительно к промышленным компаниям рейтинги играют важную роль при организации синдицированного кредитования, при выпуске корпоративных облигационных займов, как регуляторный ограничитель в тендерах и др. (Altman, Saunders, 1998; Servigny, Renault, 2004; Partnoy, 2002).

Ряд особенностей формирования внутренних систем рейтингов рассматривается также в работах (Jacobson et al., 2006; Servigny, Renault, 2004) и обзоре, представленном в (Карминский и др., 2005). Использованию скоринговых моделей, предложенных Altman (1968) в виде z-меры, применительно к российскому банковскому сектору посвящена работа (Fungáčová, Solanko, 2009), где анализируется влияние на аппетит к риску таких факторов, как вид собственности, принадлежность к системе страхования вкладов и месторасположение головного офиса банка.

Существенна роль выбора основных индикаторов как для процесса рейтингования, так и при построении моделей рейтингов, которые должны опираться на финансовые индикаторы, макроэкономические показатели, фиктивные переменные – индикаторы рынка (страновые, отраслевые и пр.). Методологически важным для построения моделей рейтингов является отбор объясняющих переменных. Для этих целей могут быть использованы индикаторы, применяемые рейтинговыми агентствами (Moody's, 2009; S&P, 2008), а также индикаторы, применявшиеся другими исследователями (Rojas-Suarez, 2002; Servigny, Renault, 2004; Guttler, Wahrenburg, 2007; Curry et al., 2008). Типовыми индикаторами являются показатели размеров компании, рентабельности, стабильности, ликвидности, структуры бизнеса, выраженной через балансовые показатели компаний, а также такие факторы, как поддержка компаний со стороны государства, материнской компании или группы компаний (Moody's, 2007; S&P, 2009).

Использование макроэкономических индикаторов для развивающихся рынков стало типичным за последнее время (Carling et al., 2007; Curry et al., 2008; Peresetsky, Karminsky, 2008). Среди наиболее востребованных индикаторов можно выделить такие, как индекс инфляции, реальные темпы роста ВВП, темпы роста промышленного производства, а для экспортно-ориентированных стран – цены на нефть, изменение кросс-курсов валют. Отдельно следует выделить рыночные индикаторы, что особенно важно для открытых компаний (рыночную стоимость компаний, волатильность цен на акции, системные параметры и др.).

Развивающиеся страны могут иметь альтернативные индикаторы (Altman, 2005; Rojas-Suarez, 2002; Карминский и др., 2005). Можно выделить стоимость ресурсов, процентную маржу, темпы роста активов, кредитного портфеля, рост межбанковского долга, прежде всего зарубежного. Изменчивость во времени как измерителей риска, так и подходов рейтинговых агентств предполагает использование в моделях временного фактора, возможно панельных данных (Elton et al., 2004; Frydman, Schuermann, 2008).

Для корпоративных рейтингов особое значение имеет отраслевая принадлежность и возможные отличия в рейтингах компаний различного профиля и региональной дислокации (Niemann et al., 2008). Для этих целей возможны отраслевые спецификации моделей и использование фиктивных переменных для отраслей и региональной принадлежности компаний.

Построение моделей и анализ значимых факторов. В рамках проекта РЭШ «Тренды российского банковского сектора» созданы основы для построения и практического использования эконометрических моделей рейтингов российских и международных РА (Moody's, S&P), а также вероятности дефолта и скоринга для российских банков (Пересецкий и др., 2004; Головань и др., 2004; Карминский и др., 2005; Карминский, Пересецкий, 2007; Peresetsky, Karminsky, 2008; Карминский и др., 2008; Карминский, Пересецкий, 2009; Карминский, 2009b).

В качестве моделируемых рейтингов рассматриваются рейтинги агентств S&P и Moody's, что позволяет также оценить особенности подходов каждого из указанных агентств. Для формирования выборки по предприятиям помимо данных рейтинговых агентств использовались данные информационного агентства Bloomberg относительно рыночных и финансовых индикаторов.

Модели рейтингов банков основывались на банковской финансовой отчетности банков 42 стран за 2002 – 2005 гг. Рассматривались долгосрочные рейтинги депозитов и рейтинги финансовой устойчивости за 2003 – 2007 гг. с учетом изменений в методологии, осуществленной агентством в 2006 – 2007 гг. (Moody's, 2007; Карминский, Пересецкий, 2009). При этом рассматривались различные лаги между отчетностью и рейтингами (от 6 до 24 месяцев).

Выборка включала около 1000 наблюдений по каждому случаю. Объясняющие переменные помимо финансовых индикаторов включали фиктивные переменные (на принадлежность к развивающимся рынкам, Евросоюзу, России), а также временные дамми и макропеременные (индекс коррупции, индекс стабильности роста, ВВП, отношение экспорта к импорту и др.).

Исследовался фактор внешней поддержки. Были построены соответствующие модели, которые показали, что внешняя поддержка в развивающихся странах значима, несколько уменьшилась в 2007 г. и выше для развивающихся рынков по сравнению с развитыми странами (Пересецкий, 2009a). В России уровень внешней поддержки по версии Moody's даже выше, чем для других развивающихся стран.

Полученные модели (Карминский, Пересецкий, 2007; Peresetsky, Karminsky, 2008) показывают (табл. 7.3), что рейтинги развивающихся стран значимо ниже, чем рейтинги развитых стран. Показано, что рейтинги перед кризисом не имели отрицательного тренда: динамика рейтингов была вызвана ростом мировой банковской системы, а не изменением упорядочивания банков согласно рейтингам. Показано, что

Таблица 7.3

Модели рейтингов банков агентства Moody's

Переменная / Шкала	Депозитов		Финансовой устойчивости	
	Обычная	Квантильн.	Обычная	Квантильн.
Год 2003	0.587***	0.198	0.581***	0.010
Год 2004	0.660***	-0.0037	0.893***	-0.043
Год 2005	1.258***	0.0976	1.519***	0.067
Развивающиеся рынки	0.0246***	-0.210	2.118***	2.382***
Россия	0.322	0.278	2.848***	2.178***
Волатильность экономического развития	-0.0166	0.0099	-0.0536	-0.0058
Индекс коррупции	-0.578***	-0.639***	-0.603***	-0.585***
Активы (логарифм)	-0.749***	-4.611***	-1.160***	-7.340***
Депозиты / Капитал	0.137***	2.963***	0.100***	1.368***
Капитал / Активы	0.0811***	2.822***	0.030	0.229
Проблемные кредиты / Всего кредитов	0.0106	0.459	0.0873***	1.917***
Затраты на персонал / Операционные доходы	1.080*	-0.056	4.537***	1.174***
Рентабельность привлечения ресурсов	0.388***	1.717***	0.409***	2.971***
Процентные доходы / Работающие активы	-0.0359	-0.346	-0.117	-1.507**
Процентные затраты / Процентные доходы	-0.0066	1.011*	0.0073	0.627
Pseudo-R ²	0.255	0.241	0.387	0.369

*, ** и *** - значимость на 10%, 5% и 1% уровнях соответственно

включение макропеременных (в т. ч. странового потолка) повышает прогнозную силу моделей. Применительно к российской банковской системе качество полученных моделей рейтингов депозитов, банковских рейтингов финансовой устойчивости и модели поддержки достаточно высокие для практического использования.

Для *моделей промышленных компаний* выборка включала финансовые показатели по 215 компаниям 39 стран за 2006 – 2007 гг., рейтинги S&P (2007 – 2008 гг.) и Moody's (2008 г.). Макропоказатели были взяты за 2008 г., а рыночные индикаторы (волатильность стоимости, системные тренды и отношение цены акций к денежному потоку) по состоянию на I кв. 2008 г. Фиктивные переменные включали принадлежность к конкретным отраслям (телекоммуникации, нефтегаз, металлургия, розничная торговля, электроэнергетика, машиностроение и нефтехимия), а также регионам (развитые / развивающиеся страны и Россия). Набор макропоказателей включал индекс коррупции, уровень инфляции, темп роста ВВП, а также суверенные рейтинги.

Полученные модели (Карминский, 2009а; 2009b) показывают (табл. 7.4), что рейтинги предприятий развитых стран имеют более высокие значения, существует зависимость рейтинга от отрасли и можно исключить страновой рейтинг из числа объясняющих переменных. В качестве основных факторов, отличающих подходы двух агентств, выделены страновая принадлежность, рентабельность активов, мгновенная ликвидность, уровень инфляции и коррупции.

7.2.3. Устойчивое развитие как основа эффективности РБС

Факторы устойчивого развития. Вопрос об устойчивом развитии российской банковской системы в очередной раз стал ребром во время кризиса. Каков критерий ее эффективности деятельности? Каковы критерии устойчивости компаний, их функциональных и бизнес-составляющих? Именно эти вопросы, ответ на которые совсем недавно казался очевидными – прибыльность бизнеса – сегодня в очередной раз актуальны.

Формирование системы измерителей бизнеса и его структур вполне актуально (Neely et al., 2002). При этом на первый план выдвигается фактор долговременного устойчивого развития, лежащий в основе концепции контроллинга (Хан, Хунгенберг, 2005). Карминский и др., 1998). Под устойчивым развитием понимается стремление обеспечить успешное функционирование организационной системы (производственного

Таблица 7.4.

Модели рейтингов предприятий агентств Moody's и S&P

	S&P	S&P, рыночная	Moody's
Волатильность стоимости		0.068*** (0.01)	
Стоимость акции / Денежный поток		-0.26*** (0.0078)	
Капитализация (логарифм)	-0.509*** (0.153)	-0.588*** (0.158)	-0.502*** (0.158)
ЕВГТА/Процентные расходы	-0.0062* (0.0035)	-0.0086*** (0.0033)	-0.017** (0.0070)
Рентабельность активов	-0.033** (0.014)	-0.041*** (0.015)	-0.032** (0.014)
Долгосрочный долг / Капитал	-0.012** (0.0047)		0.0095* (0.0049)
Уровень инфляции	0.391*** (0.065)	0.561*** (0.077)	0.345*** (0.069)
Рост ВВП	-0.184*** (0.060)	-0.252*** (0.053)	-0.96 (0.076)
Металлургия / горнодобыча		-0.835*** (0.270)	
Нефть / газ	-0.625*** (0.198)	-0.954*** (0.215)	-0.413* (0.228)
Электроэнергетика	-1.223*** (0.0225)	-0.973*** (0.238)	-1.403*** (0.243)
Развитые страны	-0.611** (0.310)		0.086 (0.355)
Pseudo-R ²	0.169	0.219	0.148
Точное предсказание Δ = 0	31	39	33
Ошибка до 1 г. и SAS	57	50	57
Ошибка до 2 г. и SAS 1,2%	12	10	9

сектора, предприятия, банка, торговой фирмы и др.) в долгосрочной перспективе. Именно пренебрежение фактором устойчивости в угоду краткосрочным прибылям оказалось той составляющей, которая взорвала мировые финансовую и банковскую систему в 2007 г.

Узловыми компонентами концепции контроллинга являются философия доходности (ориентация на эффективную работу организации и устойчивый рост ее стоимости в долгосрочной перспективе); разбиение задач контроллинга на циклы; создание информационной системы, адекватной задачам целевого управления с учетом рисков (Карминский, 2007). Концепция стратегической навигации предусматривает координацию, адаптивное стратегическое управление и планирование, сбалансированность интересов хозяйствующих субъектов и заинтересованных лиц, в т. ч. в рамках корпоративного управления (Карминский и др., 2006).

В настоящее время наблюдается процесс смены неоклассической парадигмы, в которой экономическая система рассматривается как совокупность физических и юридических лиц (агентов),

действующих на рынке из собственных интересов, на парадигму институциональной экономики. Согласно ней агенты ориентируются на поиск баланса с интересами наиболее влиятельных институтов, а при постановке целевых задач и интерпретации результатов должны быть учтены интересы всех заинтересованных лиц.

Задача оптимизации финансово-хозяйственной деятельности является многокритериальной. Ряд моделей предложен именно применительно к решению задач стратегического планирования (Лаптырев, 2005; Масленченков, 2003; Поморина, 2008; Алескеров и др., 2008). Большое внимание уделяется решению частных задач, что требует координации показателей. Среди методов построения систем показателей можно отметить системы ключевых показателей (Parmenter, 2007), обобщенные показатели эффективности и др.

Техническая эффективность банков. Далее эффективность банков будем рассматривать только с позиций технической эффективности, прежде всего для сравнения эффективности деятельности различных групп банков, распределенных по типам акционеров, принадлежности к региону, типу собственности и т. п. Вопросы исследования эффективности деятельности имеют полувековую историю. Обзор предшествующих работ содержится в книге (Kumbhakar, Lovell, 2003). Имеющийся опыт применительно к банкам описан в (Головань и др., 2008).

Понятие технической эффективности введено для объяснения влияния факторов организационно-технического характера, не позволяющих получить максимальную прибыль или минимизировать издержки производства. Производство технически эффективно, если невозможно производить больше выпуска при заданном количестве ресурсов, а неэффективность объясняется проблемами управления. Анализ технической эффективности может производиться как с точки зрения функции издержек, так и функции прибыли. Применительно к российским банкам более корректно рассматривать модель минимизации издержек, т. к. в отчетности прибыль может отражать как определенные натяжки, допустимые с точки зрения правил учета, так и результаты «разовых» сделок, что может исказить выводы.

Первоначально использовался непараметрический подход, предложенный Farrell (1957) на основе методов линейного программирования (DEA – Data Envelopment Analysis, оболочечный анализ), достаточно чувствительный к случайным отклонениям и предполагающий наличие сравнительно большого объема данных. В работах (Aigner et al., 1997; Meeusen, Broeck, 1977) предложен параметрический подход, называемый анализом стохастической границы (SFA

– stochastic frontier analysis). В качестве производственной функции традиционно берется функция Кобба-Дугласа.

Применительно к банкам в основном исследовалась техническая эффективность традиционного банкинга (Головань, 2006; Головань и др., 2008; Пересецкий, 2009b). Банк рассматривался как предприятие, использующее преобразование ресурсов в конечную продукцию. Привлеченные ресурсы формируются за счет обязательств банка (например, депозитов), их ценами являются ставки привлечения, продукцией банка как посредника выступают активы (например, предоставленные кредиты), а их ценами – процентные ставки размещения.

В ряде работ используются модели, учитывающие качество активов и риски, принятые банком в результате размещения совокупности активов. Важной проблемой является исследование эффективности по масштабу, организационной структуре и формам собственности, другие структурные и организационно-экономические факторы. Качество активов, как правило, характеризуют долей просроченной задолженности, в качестве факторов риска выступают достаточность ликвидности и капитала.

Техническая эффективность российских банков. Работ, посвященных эффективности РБС, сравнительно немного и появились они в последнее 5-летие. Помимо работ, выполненных в РЭШ (Головань, 2006; Головань и др., 2008; Пересецкий, 2009b; Головань и др., 2009), следует отметить работы (Caner, Contorovich, 2004; Styrin, 2005; Vernikov, 2007). Стохастическая производная функция использовалась для оценки отечественных предприятий (Афанасьев, Васильева, 2006) с учетом факторов риска.

В работе (Головань и др., 2008) использованы квартальные данные российской отчетности банков за 2002 – 2005 годы по данным агентства «Мобиле». В качестве привлеченных средств использовались не только депозиты физических и юридических лиц, но и долговые обязательства (выпущенные облигации) и межбанковские заимствования. В качестве продукции рассматриваются результаты таких активных операций, как кредиты (физическим и юридическим лицам), выданные межбанковские кредиты, приобретенные ценные бумаги. В качестве издержек рассматривались операционные расходы и капитал банков, а в качестве факторов риска текущая ликвидность, просроченная задолженность, неработающие активы и объем резервов под возможные потери под ссуды. Отдельно оценивались все банки и 100 крупнейших в силу особенностей организационных проблем и уровня

универсализации этих групп банков. Забалансовые инструменты, в том числе производные ценные бумаги, не рассматривались.

Показано, что влияние неэффективности носит неслучайный характер, а зависимость эффективности по издержкам от размера банков – U-образно, т. е. средние банки менее эффективны, чем крупные и малые банки. Это можно объяснить более широким (по сравнению с традиционным банкингом) спектром услуг у крупных (инвестиционный бизнес и консалтинг, сложные финансовые инструменты, депозитарная деятельность, управление финансовыми и нефинансовыми активами и др.) и более однородным и менее рискованным бизнесом, в т. ч. кэптивным, у малых банков.

Следует отметить, что результаты по зависимости эффективности банков от масштаба не всегда совпадают. В частности, ранговая корреляция оценок эффективности и размера банка в работах (Berger, Mester, 1997) для американских и (Isik, Hasan, 2002) для турецких банков дали противоположные результаты, соответственно положительную и отрицательную корреляцию. Возможно, определенная специфика в этом вопросе имеется для развитых и развивающихся рынков.

Использованный подход имеет принципиальные ограничения, так как не учитывает производные финансовые инструменты и уровень риска в зависимости от различных портфелей активов. Можно предположить, что в условиях стрессов оценка эффективности банковских конгломератов может измениться, так же как и малых банков. Можно высказать гипотезу, что учет перечисленных и ряд аналогичных факторов может привести к противоположным результатам. При этом обобщенная эффективность, учитывающая системные риски (как фактор неустойчивости крупнейших банков и холдингов) и риски ликвидности (наиболее существенные в кризис для банков с инвестиционной направленностью и малых банков), может привести к обратной U-образной зависимости для эффективности от масштаба. При этом крупные, но не крупнейшие банки окажутся более эффективными с позиций устойчивого развития (сбалансированными по показателям эффективности и надежности в долгосрочной перспективе).

Влияние факторов на эффективность отдельно для крупных (Top-100) и остальных банков указывает на зависимость в стабильных условиях (2002 – 2005гг.) средних и малых (в отличие от крупных) банков от межбанковских кредитов как ресурсного фактора. Кроме того, уровень процентов по депозитам для крупных банков отрицательно

влияет на эффективность в отличие от положительного влияния для остальных банков. Это связано с существенно большей зависимостью ресурсов средних и крупных банков от депозитов, чем для крупных банков, для которых доступны и другие виды фондирования, зачастую являющиеся более дешевыми (например, долговые обязательства, в том числе международные). При этом фактор стабильности источника ресурсов, что оказалось крайне существенным в условиях кризиса, в модели не учитывался.

Из продуктивных факторов можно выделить отличия во влиянии ликвидности (положительное влияние для крупных банков) и отсутствие влияния на эффективность просроченной задолженности. Последнее может быть объяснено низким уровнем просроченных кредитов в целом по банковской системе в условиях стабильной экономики.

Анализ влияния институциональных и инфраструктурных факторов. В работах РЭШ показано, что наименее эффективными являются банки второго-третьего десятка по размеру собственного капитала (именно 3 банка этого эшелона оказались несостоятельными осенью 2008 года; см. выше), московские банки более эффективны, чем иногородние, а эффективность иностранных банков не отличается от российских. Вхождение в систему страхования вкладов и возраст банка не влияют значимо на эффективность банков.

В работе (Karas et al., 2008a) сделан вывод о том, что иностранные банки более эффективны в России, чем российские частные банки. В то же время показано, что государственные банки более эффективны, чем частные, разрыв между ними не снизился после введения системы страхования вкладов. При этом иностранные банки повышают уровень конкуренции в банковской системе России. Можно высказать гипотезу, что эти выводы являются следствием высокого уровня зависимости российской банковской системы от фондирования. Косвенно это показано в работе (Карминский, Персецкий, 2007), где одной из важнейших значимых переменных для уровня рейтинга является стоимость ресурсов. Именно для государственных банков, а также иностранных банков этот фактор конкуренции оказывается значимым.

В работах (Vernikov, 2007; Vernikov, Glushkova, 2009) показано возрастание роли государственных и квазигосударственных банков, в которых значительно влияние государства, прямое или косвенное. Доля таких банков превысила 50%. Тем самым ограничиваются

возможности по институциональному развитию и повышению эффективности отдельных банков и банковской системы в целом. В работе (Weill, 2008) рассмотрено влияние коррупции на банковское кредитование в России.

Возможности непараметрических методов DEA и их сравнения с результатами, полученными с использованием SFA, применительно к российским банкам рассмотрены в работе (Головань и др., 2009). Сравнение эффективности банков России и Казахстана проведено в работе (Пересецкий, 2009), где показано отсутствие значимых отличий по эффективности банков двух стран, несмотря на значимое априорное предпочтение у банков Казахстана в начале десятилетия.

7.2.4. Предложения по повышению устойчивости и эффективности банков и банковской системы в среднесрочной перспективе

Финансовые рынки оказываются критическим фактором в условиях глобального кризиса. Кризис показал, что требуются методы управления рисками и эффективностью финансовых институтов; требуется повышение согласованности в управлении финансовыми и денежными рынками как в России, так и за рубежом. Отсутствуют методы управления, основанные на концепции устойчивого долгосрочного развития банковской деятельности. Требуется развитие и научной поддержки методическое сопровождение, в т. ч. с использованием модельных методов и эконометрики.

Обеспечение устойчивого развития опирается на управление рисками и эффективностью деятельности банков. Факторы риска классифицируются Новым базельским соглашением (Базель-II), с учетом корректировок по итогам кризиса. В качестве меры кредитных рисков это соглашение предлагает использовать рейтинги, либо как независимое мнение агентства, либо как внутреннюю оценку. Рейтинги используются при принятии инвестиционных решений, в процессе тендеров и допуска к аукционам.

Моделирование рейтингов и вероятностей дефолта российских банков исследовались в цикле работ, проведенных в РЭШ. Полученная система эконометрического моделирования может существенно улучшить качество управления кредитными рисками, в том числе при инвестировании, быть основой рейтингования и оценивания российских субъектов хозяйственной деятельности. Показано, что рейтинги российских банков и компаний не имеют системных предпочтений

по сравнению с развивающимися странами, но имеют понижающую составляющую по сравнению с развитыми странами.

Анализ эффективности банков рассматривался на моделях технической эффективности (минимизации издержек). Показано, что для традиционного банкинга влияние технической неэффективности носит неслучайный характер, что зависимость от размера банков является U-образной для традиционного спектра финансовых инструментов. Имеется ее зависимость от правового статуса банка и его дислокации.

Повышение устойчивости и эффективности банков и РБС в целом в среднесрочной перспективе предполагает консолидацию и специализацию банковской системы, развитие и внедрение согласованных методов управления и надзора. Научно-методическое обеспечение управления устойчивым развитием для банковской системы включает ряд направлений приоритетной поддержки.

Ускоренное внедрение методов управления рисками, в соответствии с рекомендациями Базель II, а также развитие, внедрение и сопровождение отечественных систем моделей риск-менеджмента (как для банков, так и для пруденциального надзора) может опираться и на эконометрические методы. Экономический кризис вывел проблемные вопросы управления системой финансовых инструментов применительно к глобализации рынков и их диверсификации, что предполагает развитие соответствующих методов.

Целесообразна разработка и оперативное внедрение моделей комплексного скользящего планирования для обеспечения согласования стратегических и оперативных целей банков и банковских холдингов, включая комплексный учет рисков. Это обеспечит поступательное развитие РБС с соблюдением принципов и требований устойчивого развития.

Повышение информационной прозрачности для обеспечения устойчивого долговременного развития требует внедрения процедур корпоративного управления. Развитие категории независимой оценки бизнеса в интересах принятия бизнес-решений и управления рисками предполагает упорядочивание и повышение эффективности деятельности рейтинговых агентств.

В условиях финансового кризиса ужесточилась потребность в **укреплении капитальной базы РБС**, как с позиций пропорционального развития, так и для решения проблемы «плохих» долгов. Требуется развитие эффективных схем рекапитализации банков, в т. ч. с использованием механизмов привлечения ресурсов государства и акционеров, а

также через публичные размещения. Стресс-тестирование показывает потребность в рекапитализации РБС на уровне от 500 млрд руб. в течение ближайших 3 лет. Постоянного внимания требует вопрос о регулировании доли иностранного капитала в РБС. Представляется, что не должно быть допущено существенное повышение этого уровня за счет использования механизмов государственного регулирования.

Проблема эффективного регулирования РБС на национальном и наднациональном уровнях требует координации с зарубежными пруденциальными органами, в том числе на основе базельских соглашений. Возможная смена парадигмы экономического развития может потребовать кардинальных изменений в управлении финансовой системой.

7.3. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ И ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ДЛЯ МОДЕРНИЗАЦИИ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

Основной функцией банков является финансовое посредничество. В этом смысле трансформация рынка и выход на прямые заимствования компаний и банков повлекли развитие посреднических услуг на оптовых рынках при продаже прав требования по долговым обязательствам крупных компаний. Такими посредниками выступают инвестиционные банки или инвестиционные подразделения банковских холдингов.

7.3.1. Инвестиционное финансирование в России и за рубежом

Инвестиционный банкинг. Банки США были разделены на коммерческие и инвестиционные в 1930-е годы с целью преодоления великой депрессии вплоть до конца 80-х годов прошлого века. В других крупнейших развитых странах такое деление не использовалось. В сентябре 2008 г. последние крупнейшие независимые инвестиционные банки, не попадавшие под регулирование Федеральной резервной системы (ФРС) и банковского законодательства, изменили свой статус и в настоящее время подпадают под регулирование не только Комиссии по ценным бумагам (SEC), но и ФРС.

В то же время инвестиционные подразделения или дочерние компании функционируют практически во всех крупнейших универсальных банках (банковских холдингах) США, Великобритании, Западной Европы (Banco Santander, Bank of America, Barclays, Citigroup,

Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC, JPMorgan Chase, UBS, Wells Fargo и др.). Это относится и к наиболее крупным российским банкам, входящих в первую десятку (ВТБ, Сбербанк РФ, ГПБ (ОАО), МДМ-банк, Альфа-банк), а также ряду компаний, до кризиса преимущественно специализировавшихся на инвестиционном банкинге.

Обычной практикой для инвестиционных банков является организация и прямое приобретение акций или облигаций от корпораций в порядке первичного размещения, а также формирование синдиката (андерайтинг) для гарантирования и продажи ценных бумаг при последующем размещении. Инвестиционные банки ориентированы на услуги стратегического консалтинга при сделках слияний и поглощений, реструктуризации, а также на приобретение и управление активами, торговое и корпоративное финансирование. Одними из основных задач инвестиционных направлений банков являются консалтинг по корпоративным финансам, а также проектное финансирование.

Инвестиционный банкинг в США и Западной Европе.

Если в США существовало разделение на инвестиционные и коммерческие банки, то в Европе инвестиционный банкинг развивался внутри банковских холдингов. Многие крупнейшие банки из развитых стран США, Европы и Японии (Тop-100 по версии журнала *The Banker* (2009) имеют инвестиционные подразделения (рис. 7.7).

В США до сентября 2008 г. существовало 5 крупных независимых инвестиционных банков. Системный кризис 2007 – 2009 гг. привел к тому, что в 2008 г. все эти банки были так или иначе трансформированы:

- поглощены крупнейшими банками мира Bear Stearns и Merrill Lynch (соответственно JPMorgan Chase и Bank of America);
- обанкротился Lehman Brothers, инвестиционный банк со 150-летней историей;
- преобразованы в банковские холдинги со сменой системы регулирования Goldman Sachs и Morgan Stanley, в результате чего они получили государственную поддержку и возможность восстановить свою ликвидность, а следовательно, и регулирование.

Независимые инвестиционные банки, занимающиеся отдельными видами этого бизнеса в США, остаются, но большинство из них подпадает под управление холдингов (например, Morgan Keegan & Company является брокерским подразделением Regions Financial Corporation). Они не осуществляют полномасштабную деятельность, сосредотачиваясь либо на консалтинге, либо на торговле ценными бумагами, либо на управлении активами.

Причины несостоятельности независимых инвестиционных банков. Выводы Р. Фалда (Fuld, 2008), бывшего CEO банка Lehman Brothers, относительно причин реструктуризации инвестиционного бизнеса сводятся к следующему:

1. Высшие руководители как финансового блока США, так и крупнейших банков не смогли заранее правильно оценить и тем более предотвратить последствия возникновения финансового пузыря на рынке sub-prime ипотечного кредитования, возникшего в силу вертикальной организации (множественной секьютеризации) ипотечных кредитов.

2. В США в течение недели исчезли главные независимые инвестиционные банки (сентябрь 2008 года).

3. Беспрецедентные усилия руководства и коллектива Lehman Brothers и достаточно высокие по обычным меркам показатели устойчивости (за исключением краткосрочной), несмотря на оперативный мониторинг банка со стороны FRS и SEC, не привели к его спасению от банкротства без вмешательства государства.

4. Дестабилизирующими факторами явились: поток слухов, расширение кредитных спрэдов, медвежья атака за счет необеспеченных сделок, снижение кредитных рейтингов, потеря доверия со стороны клиентов и контрагентов, выжидание стратегических покупателей и устранение их от поддержки. Эти риски касаются не только Lehman, но и многих других финансовых институтов.

5. Относительно Lehman Brothers наиболее существенными факторами были:

Потеря доверия, крайне значимого для инвестиционных банков. Инвестиционные банки в большей степени зависят от доверительных отношений клиентов, сотрудников, инвесторов и контрагентов. В отличие от коммерческих банков их бухгалтерская отчетность основана на переучете по рыночным позициям. Это создает риски потенциальной неустойчивости с точки зрения краткосрочной ликвидности в условиях кризиса.

Непокрытые короткие продажи (naked short sellings), повлиявшие на крушение Bear Stearns и Lehman Brothers (продажа того, чем не владеешь при поставке покупателю только по его требованию).

Неоперативность существующей финансовой системы и неэффективность режима регулирования. Новые типы компаний, инструментов, электронная торговля, практически глобальный финансовый рынок требуют создания новой системы регулирования

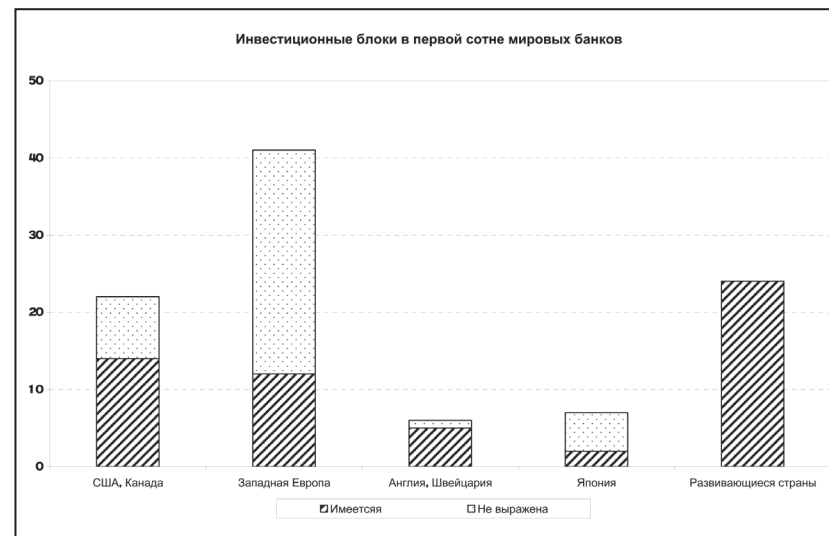


Рис. 7.7. Распределение банков мировой Top-100 по регионам и их активности в инвестиционной деятельности.

и систематизации «лучшей практики» для функционирования и управления всем финансовым рынком, формирование справедливого и дисциплинированного рынка.

Инвестиционное направление развивают, как правило, крупнейшие банки, которые в силу своего размера имеют потенциальные проблемы системного характера. Будучи «слишком большими, чтобы обанкротить», эти банки требуют особого подхода и регулирования. Банки США и Англии традиционно включают сильные инвестиционные блоки (две трети банков имеют такую направленность; рис. 7.7). Для банков Западной Европы и Японии это относится к трети банков. На развивающихся рынках, на которые приходится уже четверть списка первой сотни (по 7 банков Китая и остальных стран BRIC), практически все банки имеют инвестиционные подразделения в силу повышенной потребности в таких услугах.

Инвестиционное и финансовое консультирование. Консультирование является одной из основных составных частей инвестиционного банковского бизнеса. Оно базируется на концентрированных исследовательских подразделениях с высоким экономико-математическим потенциалом, обеспечивающим прогнозы развития как экономики в целом, так и отдельных отраслей. Используются базы данных и знаний ведущих информационно-аналитических и

рейтинговых агентств (Bloomberg, Thompson-Reuters, для России – Интерфакс, Прайм-ТАСС, Эксперт РА), исследовательских центров и банков.

Объектами консалтинга могут выступать практически все направления, представляющие интерес для инвестиционной деятельности. Применительно к России первоначальный опыт инвестиционных проектов накоплен, прежде всего, в инфраструктурной сфере при создании (не всегда удачном) рыночных институтов в начале 90-х годов, а также в сырьевой сфере, прежде всего при реализации нефтегазовых проектов, сначала западными консультантами с привлечением отечественных, затем и чисто российскими компаниями.

Практически большинство крупнейших российских банков занимаются инвестиционной деятельностью. Ряд банков эту деятельность рассматривали как основную. Но развитие кризиса 2008 – 2009 гг. указало на значительные риски, присущие независимой инвестиционной деятельности: нет возможности восстановления краткосрочной ликвидности за счет государственной поддержки. В России это сказалось преимущественно на инвестиционных банках (реструктуризация «КИТ Финанс», Связьбанк, банка «Глобэкс», смена собственника в «Ренессанс Капитал», корректировка бизнес-модели в «Тройка-Диалог»).

Инвестиционная практика в России. Рассмотрим пример инвестиционной деятельности российского универсального банка «Газпромбанк» (ГПБ, 2008). Банк оказывает услуги инвестиционно-го и финансового консультирования газовой отрасли, принимая участие в реализации наиболее значительных международных проектов ОАО «Газпром» и его дочерних предприятий как на территории России, так и за рубежом. В 2008 г. Газпромбанк консультировал сделки по приобретению ОАО «Газпром» доли ТНК-ВР в Ковыктинском месторождении; по обмену активами с концерном E.ON AG; участвовал в проработке вопросов стратегического сотрудничества с концернами Eni S.p.A., Enel S.p.A. и др., а также выступал финансовым консультантом по ряду стратегических инвестиционных проектов ОАО «Газпром» («Сахалин-2», «Норд Стрим»), по разработке Штокмановского газоконденсатного месторождения. Сопровождаются сделки по приобретению и обмену активами дочерними компаниями ОАО «Газпром».

Газпромбанк также развивает финансовое консультирование проектов, не связанных с газовой отраслью (строительство атомной станции в Белене (Болгария), строительство платных

автодорог в Санкт-Петербурге (совместно с HSBC) и Москве (совместно с Deutsche Bank) и др.). В сфере его интересов сделки по слиянию и приобретению (средний ценовой сегмент, 25 планируемых сделок за 2008 г.), услуги по проведению финансовых реструктуризаций, в том числе холдинговых компаний по повышению эффективности их деятельности в новых экономических условиях, по реструктуризации задолженности российских компаний.

7.3.2. Проектное финансирование и его возможности

Что такое проектное финансирование? Проектное финансирование ориентировано на привлечение долгосрочных заимствований для крупных проектов с использованием инструментария «финансовой инженерии», основанного на кредитовании под залог финансовых потоков, генерируемых самим проектом. Этот подход основан на детальном оценивании строительных, операционных и коммерческих рисков, их распределения между инвесторами, кредиторами и другими сторонами через договора и соглашения, а также права требования, обеспечение и ценные бумаги (Yescombe, 2002; Fight, 2005).

Разделяют проекты без ресурсов и с ограниченными ресурсами у организаторов проекта. Для целей проекта обычно организуется компания специального назначения (special purpose vehicle, SPV), являющаяся консорциумом акционеров, ориентированным на реализацию и управление проектом. При экспертизе в первом случае решающим являются не активы и кредитная история спонсоров, а достоинства проекта, свобода денежных потоков от обязательств организаторов. С другой стороны, организаторы не имеют прямых обязательств по выплате долга в рамках договора проектного финансирования. Во втором случае средств организаторов недостаточно, но их вовлеченность в проект значительна для заинтересованности в успешной реализации проекта. Особенности реализации проекта и его финансирования, а также всевозможные риски, сопутствующие проекту, определяются индивидуально.

Достоинствами проектного финансирования являются:

- отсутствие прямых финансовых обязательств организаторов, что не влияет на достаточность капитала и рейтинги их основной деятельности;
- учет обязательств на забалансовых счетах, что позволяет разделить риски (в том числе политические) и долг, исключить ограничения по другим транзакциям инициаторов;

- заинтересованность банков во вхождении в проектный синдикат на стадии его формирования;
- преимущества по налогам и условиям кредитования по сравнению с прямым кредитом;
- обеспечение кредитов ограничивается преимущественно ресурсами проекта;
- участие кредиторов в экспертизе проекта в ходе его реализации для оперативного предотвращения убытков.

В то же время имеется ряд проблемных вопросов, среди которых сложность определения рисков; повышенные риски заемщика; повышенная стоимость ресурсов (процентных и комиссионных ставок); контроль и требование отчетности со стороны кредитора; повышенное покрытие страхованием для смягчения рисков; высокие транзакционные издержки.

Функции проектного финансирования отличаются для фазы строительства и введения в эксплуатацию (повышенные риски и маржа; возможная защита за счет выпуска долговых обязательств) и операционной деятельности (снижение рисков, автоматические потоки платежей как часть денежных потоков от проекта). Участниками проекта по схеме проектного финансирования могут являться проектная и строительная компании, спонсор (организатор) проекта, заемщик (заемщики), финансовый, юридический и технический консультанты, кредиторы, а также государственные компании и регуляторы, экспортно-импортные агентства, банки развития и др.

Привлечение ресурсов может быть в различной форме – от заимствований до капитала, а также в форме гибридных инструментов. Могут быть использованы кредиты на развитие (developmental loans), имеющие высокие риски и требующие от кредитора значительного опыта в проектировании, субординированные кредиты, инструменты приоритетного долга, а также синдицированные кредиты и облигационные займы. Если кредиторы организуют синдикт, то предусматриваются единый договор, возможность международного участия и функции организатора, управляющего, технического контролера, расчетного, страхующего и управляющего ценными бумагами. Кредитование может быть поддержано Всемирным банком, импортно-экспортными агентствами, государственными органами (участие, гарантии, непрягая поддержка).

Привлечение частного капитала в государственные инфраструктурные проекты во многом опирается на методы проектного финансирования, в том числе в такие отрасли, как энергетика, транспортные

коммуникации, добыча и транспортировка полезных ископаемых, в новые ветви экономики (телекоммуникация, информация, e-бизнес, досуг и туризм) с использованием государственно-частного партнерства (ГЧП). Другим фактором гарантирования политических рисков может быть участие Всемирного банка, его структур и других международных организаций.

Объем рефинансирования проектного финансирования по мировым оценкам увеличивается. Это связано с тем, что на ранних этапах в силу высокого уровня риска стоимость заимствований высока. Поэтому на более поздних этапах рефинансирование снижает стоимость заимствований, уровень обеспечивающих требований и уровень риска.

Эмпирическое исследование (Kleimeier, Megginson, 2000) показало, что кредиты проектного финансирования имеют большую длительность, рассчитаны на более рискованных заемщиков, имеют более низкие кредитные спреды по сравнению со сравнимыми синдицированными кредитами общего назначения. Кроме того, объем таких кредитов, как правило, меньше, чем кредитов, выданных на аналогичные цели вне рамок проектного финансирования.

Начиная с середины 80-х годов более двух десятилетий проектное финансирование востребовано в развивающихся странах, что вызвано как возрастающей потребностью в ресурсах, так и интернационализацией долга и капитала с более высокой ценой в менее развитых странах. Особая роль при этом отводится рейтинговым агентствам и суверенным рейтингам (Kunczik, 2002).

Схема проектного финансирования. Проектное финансирование является одним из самых сложных, комбинированных инструментов финансирования инвестиционных проектов, отличающимся смешением различных форм финансирования от собственного капитала до инвестиционного кредитования, рисков проектного финансирования и их распределением среди спонсоров инвестиционного проекта. Проектное финансирование используется преимущественно для проектов с высокими объёмами инвестиций и высокими рисками, которые не могут быть реализованы в рамках существующей структуры предприятия.

Структурная схема проектного финансирования приведена на рис. 7.8, а схема взаимодействия коммерческого банка с клиентами и участниками консорциума по реализации проекта по схеме проектного финансирования на рис. 7.9 (Fight, 2005).

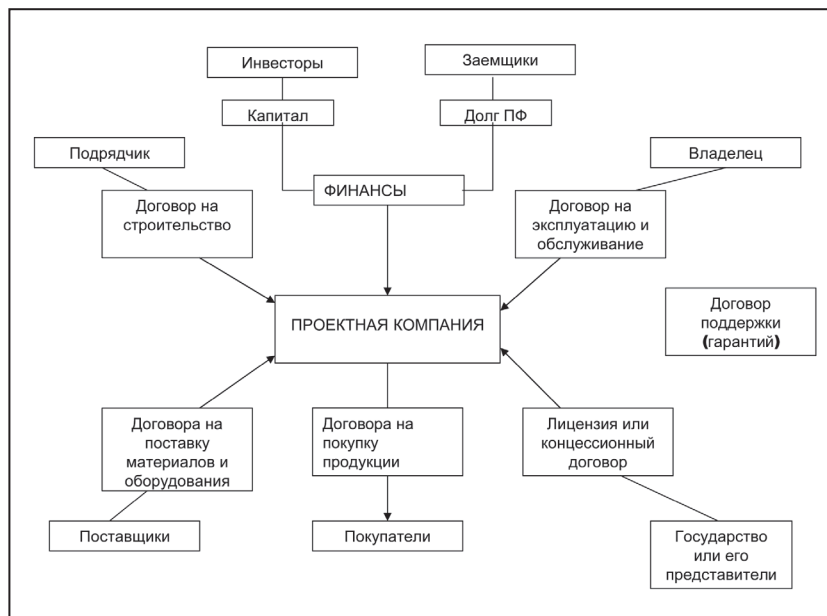


Рис. 7.8. Упрощенная структурная схема проектного финансирования

Для подготовки и реализации схемы проектного финансирования должны быть обеспечены:

- информационная и маркетинговая среды отбора перспективных отраслевых и региональных рынков, первичного выбора эффективных инвестиционных проектов;
- технологическая, экологическая и финансовая экспертизы проектов и программ для принятия инвестиционных решений;
- оценка активов соискателей инвестиций;
- оценка эффективности проектов;
- страховое обслуживание проекта и инвестора, минимизация рисков;
- комплексное финансовое обслуживание процесса реализации проекта;
- управление проектом, контроль его развития и обеспечение возврата инвестиций.

Важным компонентом подготовки документации на проект является подготовка информационного меморандума, юридической основой которого при организации международного консорциума зачастую



Рис. 7.9. Основные функции коммерческого банка как организатора синдицированного кредитования

является законодательство Великобритании. Он должен содержать полный комплект необходимой информации, включая общее описание, перечень спонсоров и участников проекта, проектную компанию, техническое описание проекта, экономическое обоснование, перечень контрактов, план-график реализации проекта, информацию о поддержке проекта государственными структурами, маркетинговое исследование и анализ рисков, результаты дополнительной инженерной экспертизы, доступность материалов и наличие лицензий и разрешений. Также должны быть проведены анализ законности использования инфраструктуры, страховые, финансовые и инвестиционные оценки (включая оценку рентабельности, проектной цены, денежных потоков).

Объемы проектного финансирования за рубежом достаточно существенны. При этом охватываются многие отрасли, в которых эти методы оказываются полезными. Пример США показывает, что отраслевая диверсификация может быть достаточно высокой (Fight, 2005).

Информационно-аналитическое сопровождение проектного финансирования. Крайне важным является оценивание потоков платежей (cash flow), для чего используется инструментарий моделирования потоков входящих и исходящих платежей во времени и с учетом дисконтирования и оплаты ресурсов. Кроме того, типичным является оценивание финансовых индикаторов (financial ratio) в историческом и сравнительном срезе. Основными группами финансовых индикаторов являются группы ликвидности, задолженности, рентабельности и оценки покрытия (в том числе денежными потоками).

Отдельным вопросом является оценка рисков, важность которой в условиях переживаемого системного кризиса сложно переоценить. Важной компонентой финансового анализа проекта является анализ чувствительности оценок к изменчивости внешней среды и макроэкономических индикаторов, движению по срокам реализации проекта и сбоям в финансировании и поставке ресурсов.

Существенным является обеспечение возможности анализа и оптимизации структуры капитала и денежных потоков проекта с учетом требований к покрытию обслуживаемых займов, резервированию денежных потоков и структуре капитала, устанавливаемых банками и инвесторами в кредитных и инвестиционных договорах (по источникам финансирования, по показателям эффективности и критериям финансируемости и оптимальности обслуживания). Входами в модель являются данные по макроэкономическим индикаторам, стоимости проекта и структуре фондирования, операционным доходам и расходам, стоимости обслуживания кредитов и заимствований, налогам и другим отчислениям.

Для анализа сценариев и оптимизации структуры капитала и модели денежных потоков используют типовые показатели инвестиционных проектов (NPV, IRR и их модификации). В качестве критериев оптимизации могут использоваться минимизация расходов на обслуживание капитала с максимальной долей дивидендов акционеров при одновременном соблюдении ликвидности проекта, обеспечении текущих инвестиций и создании соразмерных резервов для случаев колебаний доходов в течение всего срока обслуживания структурированной кредитной задолженности.

Проектное финансирование в России. Становление проектного финансирования в России относится к концу 90-х годов прошлого века (Сбербанк РФ, ВТБ, Газпромбанк, МДМ-банк).

Типичными параметрами проекта крупнейших российских банков в настоящее время являются требование объема проекта не ниже 500 млн руб., срок проекта до 5 – 7 лет, источник уплаты долга – денежный поток от проекта, процентов по долгу – средства инициаторов.

Одним из первых крупных проектов можно считать финансирование Газпромбанком строительства и ввода в эксплуатацию польского участка трубопровода «Ямал – Европа» (проект «Евро-ПолГаз»). Проект суммарным объемом более 1 млрд долл. США был начат в 1997 г. и рассчитан до 2018 г. Строительство участка длиной 684 км и пропускной способностью около 33 млрд куб. м в год было завершено, после чего долг был структурирован и продан с положительным результатом (ГПБ, 2005).

За последующее десятилетие Газпромбанком было реализовано еще несколько успешных проектов в интересах газовой отрасли, в основном по строительству и модернизации трубопроводов (Румыния, Болгария, Украина, Средняя Азия). С 2007 г. банк осуществляет финансирование инвестиционной программы ОАО «Сибнефтегаз», связанной с освоением четырех месторождений, финансирование инвестиционной программы ОАО «Севернефтегазпром», связанной с разработкой и освоением одного из крупнейших Южно-Русского газового месторождения с суммарными запасами газа около 1 трлн куб. м (ГПБ, 2008).

В 2008 г. Газпромбанк увеличил размер портфеля проектного финансирования до 210 млрд руб., выросло количество проектов и диверсифицирована отраслевая структура. Доля проектов в машиностроении увеличилась на 12 п.п., в металлургии – на 3 п.п. В рамках Федеральной целевой программы по развитию атомного энергопромышленного комплекса России начато финансирование строительства металлургического комплекса ДСП-120.

Финансируются инвестиционные программы по приоритетному национальному проекту «Развитие АПК» (производство и переработка мяса в ОАО «Группа Черкизово», ЗАО «АВК «Эксима», ЗАО «Сибирская аграрная группа»), крупные проекты в строительстве (производство упаковочных материалов, многослойных полимерных пленок, тепличного комплекса), по широкополосному доступу в Интернет (компания NetByNet). Существенно расширился продуктовый ряд Газпромбанка в области структурного финансирования (корпоративные приобретения, финансирование под залог акций, мезонинное кредитование и др.).

7.3.3. Модернизация экономики и инвестиционное финансирование

Государственно-частное партнерство при инвестиционном финансировании. Государственное участие в инвестиционных проектах является далеко не российским изобретением. Первые инвестиционные проекты в США и Великобритании включали обязательное государственное участие. Впоследствии усилились тенденции по привлечению частного капитала. Это мотивировалось повышением эффективности использования и контроля над реализацией проектов. Начиная с 1992 г. в Великобритании была запущена программа Частная финансовая инициатива (The Private Finance Initiative (PFI)). Уже к 1996 г. объем проектного финансирования вырос в стране до 27 млрд фунтов (Fight, 2005).

Участниками типичного проекта по этой схеме в Великобритании являются казначейство и его фонды (The Treasury; политические вопросы); группа частных инвесторов и/или государственно-частное партнерство (Private Finance Panel and Public Private Partnership Panel; организационные вопросы); государственное агентство (Government agency; покровительство проекта); проектная компания или подрядчик (Project company or contractor; реализация проекта); компании, предоставляющие ресурсы (Funders). Типовой является ситуация, когда после реализации проекта и поступления денежных потоков активы возвращаются в государственный сектор. Большинство контрактов по схеме PFI являются долгосрочными (от 7 до 99 лет). Считается, что последующий аутсорсинг при управлении государственной инфраструктурой также будет способствовать внедрению рыночных критериев. Это стимулирует экономное строительство инфраструктурных объектов, включая дороги, больницы и др., в том числе для последующего сервиса.

В России в 2008 г. государственно-частные партнерства (ГЧП) позволили реализовать 31 крупный инфраструктурный проект в 21 стране (ПМЭФ, 2009). Россия наладила тесные связи с ЕС в энергетическом секторе, но теперь целесообразно расширить сферы сотрудничества в сторону передачи и освоения технологий и инноваций. Использование технологии проектного финансирования в России может быть успешным, несмотря на высокий уровень требований при ее реализации, так как страна все еще располагает мощной научной базой и квалифицированными трудовыми ресурсами, что дает ей возможность двигаться в указанном направлении.

Важным инструментом реализации механизмов ГЧП является Банк развития (ВЭБ). В мире функционирует около 750 институтов развития, преимущественно банков, которые добиваются оптимальных пропорций не только рыночными методами в условиях восстановления, переустройства, модернизации экономики, обеспечивая концентрацию ресурсов для решения ключевых задач. Являясь не клиентским, а проектным банком, Банк развития должен быть заинтересован в реализации проектов, когда компании обращаются за поддержкой к региональным властям, в профильные министерства. Банк использует особый механизм долгосрочного инвестирования в основные фонды реального сектора (прямой долгосрочный и облигационный кредиты, вложения в акционерный капитал, эмиссионные и фондовые операции).

Регионы, где созданы региональные институты развития, призванные генерировать проекты и передавать самые интересные и проработанные на рассмотрение в Банк развития, где есть заинтересованность администрации в проекте и готовность вложить средства в его подготовку, получают эффективную поддержку (пример – Калужская область, проект по созданию кластера производства автомобилей и автокомпонентов, 5 млрд руб.) (Балло, 2008).

Банк участвует в реализации проекта «Роза Ветров» в рамках подготовки к зимней Олимпиаде 2014 г., создании газохимического производства в Татарстане, строительстве лесоперерабатывающего комплекса в нижнем Приангарье (41 млрд руб.), строительстве аэровокзального комплекса «Шереметьево-3» (659 млн долл. США) и других крупнейших инфраструктурных и инновационных проектах, поддерживает приоритетные для экономики и социально значимые проекты (всего 60 проектов с предполагаемой долей участия банка в размере порядка 600 млрд руб. одобрены коллегиальными органами управления ВЭБ). Этому способствует увеличение его капитала как государственной корпорации, хотя эффективность такой юридической формы вызывает ряд вопросов, а сам банк требует повышенного общественного контроля.

Роль банков в инвестиционном процессе. Особая роль при реализации проектов принадлежит государственным банкам, в том числе Банку развития (ВЭБ), Сбербанку РФ, ВТБ, ГПБ. В силу специфики ресурсной базы (вклады населения, значительные средства государства, переданные на длительный срок, в том числе в капитал и субординированные депозиты) Сбербанк имеет большие возможности предоставления долгосрочного финансирования (его доля в

кредитовании предприятий – 30%, в долгосрочном финансировании – еще выше). Важную роль играют кредитные линии международных банков, направленные на стимулирование коммерческой активности их корпоративных клиентов.

В условиях кризиса возможности долгосрочного банковского финансирования очень ограничены, а банковское финансирование на срок более 5 лет затруднительно. Для наращивания финансирования необходимо стимулировать финансовые вложения со стороны государства, в том числе стимулировать привлечение прямых инвестиций в отрасли с высокой добавленной стоимостью. Сдержанность международных банков в настоящее время связана с изменением оценок рисков в России. При этом России вряд ли удастся отказаться и от зарубежных заимствований. Как только восстановятся международные рынки, частично финансирование модернизации может осуществляться за счет таких заимствований. Все эти факторы ставят вопрос о необходимости поиска новой или существенной модификации нынешней модели проектного финансирования, развитие инструментов финансирования экспорта, проектов и предприятий.

Для России крайне важными остаются инвестиции в инфраструктурные проекты. Примером может служить реализация транспортной стратегии на период до 2030 г., на которую предусматривается израсходовать 170 трлн руб. Средства будут потрачены на проекты, касающиеся всех участков инфраструктурно-логистической цепочки: автомобильные и железные дороги, водный и воздушный транспорт, логистические центры и транспортные узлы. При этом надо решать проблемы снижения себестоимости проектов, повышение их рентабельности, упрощение таможенных процедур, снижение пошлин. Начало размещения инфраструктурных облигаций может стимулировать финансирование крупнейших проектов.

Привлечение государством коммерческих банков к финансированию общественно значимых объектов необходимо осуществлять с применением рыночных инструментов. Могут быть использованы гарантии государства, предоставляемые организациям, обеспечивающим банки кредитными ресурсами; бесплатные или льготные гарантии государства банкам развития, страхующие их от невозврата кредитов; бесплатное или на льготных условиях предоставление государственных средств в качестве источников финансирования конкретных инвестиционных объектов и т. п.

Инфраструктурные фонды. Привлечение дополнительного капитала для вложения в модернизацию инфраструктуры является

важным направлением развития устойчивой ресурсной базы модернизации. Учитывая привлекательные инвестиционные возможности и дефицит частного капитала, такие фонды могут оказать поддержку в оживлении инфраструктуры в России и странах СНГ. Первым таким фондом стал Merrill Lynch Russian Infrastructure Basket (зарегистрирован в Люксембурге, 500 млн долл. США). В структуру фонда вошли акции девятнадцати российских компаний из сектора телекоммуникаций, энергетики, машиностроения, металлургии и транспорта.

В августе 2009 г. создан Инфраструктурный фонд «Macquarie Ренессанс» (MRIF), в который вошли Банк развития (200 млн долл. США), а также Международная финансовая корпорация (IFC), Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР), Kazyna Capital Management, Macquarie Group и «Ренессанс Групп». Инвесторы уже передали в фонд 530 млн долл. США.

7.3.4. Риски проектного финансирования

Регламентирование в Базель II. Проектное финансирование во многом основано на прогнозировании параметров проекта, макроэкономического и ближнего окружения. Поэтому оценивание рисков проектного финансирования, которые достаточно специфичны, представляется крайне важной задачей. В силу концентрации комплекса финансовых инструментов и совокупности рисков оно выделено среди типов кредитов в Новом базельском соглашении (Basel, 2004) как один из специализированных типов кредитования. Документом предусмотрены регламентирование методики и отдельные рейтинговые градации для оценок сделок проектного финансирования.

Финансовая устойчивость определяется рыночными условиями, финансовыми индикаторами, результатами стресс-тестирования, финансовой структурой проектной корпорации. Оцениваются политическое и правовое окружение, включая политические риски, государственную поддержку, стабильность окружения, форс-мажоры, контрактные правовые обязательства. Транзакционные характеристики включают проектный и технологический риски, производственные и операционные риски, а также риски востребованности будущей продукции и качества обслуживания и функционирования объекта. Кроме того, оцениваются устойчивость спонсоров и их поддержки проекта, а также комплекс мер по защите проекта на всех этапах жизненного цикла (активы, денежные потоки, пакет договоренностей, резервные фонды).

Для снижения нагрузки на экономический капитал используют различные средства повышения гибкости управления, такие как обеспеченные долговые обязательства (CDOs) по портфелю проектного финансирования как за счет страхования, так и банковской диверсификации, требуемых для высокого рейтинга.

Проблемные вопросы управления рисками. Управление рисками проектного финансирования осуществляется комплексно в пакете мер по управлению кредитным портфелем банка. Основными проблемными вопросами при управлении сделкой ПФ являются наличие многих финансовых инструментов, реализуемых в проекте, диверсификация рисков и стоимости, а также длительность срока проекта и связанные с этим риски временных разрывов и волатильности курсовой стоимости (валютных рисков) для развивающихся рынков, в том числе и России (Fight, 2005). Учитывая потребность в комплексном учете, для оценки рисков проектного финансирования используются преимущественно имитационные модели. При этом каждый из участников консорциума по реализации проекта имеет свои специфические риски. Транзакционные риски распределяются во времени и по субъектам.

Специфика кредитных рисков проектного финансирования в том, что их оценка отличается для различных фаз существования проекта (до и после строительства) и имеет разную природу и происхождение. На этапе проектирования и строительства преобладают риски позиционирования инициаторов проекта, качества проектирования и строительства. На этапе производства преобладают риски управления, производства и операционной деятельности, маркетинга и реализации продукции, рыночных позиций и конкуренции. Для оценки финансовой устойчивости проекта большое значение имеют финансовые риски, капитализация и финансовая адаптивность, риски инфляции, процентных ставок и ликвидности.

Формирование механизмов диверсификации рисков. Проектное финансирование имеет ряд проблемных моментов, прежде всего для кредиторов, хотя все из них предсказать сложно. Для снижения уровня принимаемых на себя рисков используется диверсификация рисков за счет распределения их между кредиторами (формирование синдиката кредиторов), страхования рисков или комплекса рисков проектного финансирования (часть рисков относится на страховщика), а также использования финансовых инструментов, обеспечивающих снижение уровня рисков, в том числе использование хеджирования и производных ценных бумаг.

В связи с тем, что проект реализуется консорциумом, крайне важно четко расписать риски и ответственность за них на этапе формирования проекта, а также отслеживать обозначенные и вновь возникающие риски (включая внешнюю среду) для своевременного принятия управленческих решений. При формировании синдиката кредиторов кредит предоставляется несколькими кредиторами одному заемщику, что диверсифицирует риски. Основными заемщиками по синдицированным кредитам, по американским данным, являются банки, электроэнергетика и инфраструктурные предприятия, телекоммуникация, нефтегазовый сектор, розничный бизнес, транспорт и др.

7.3.5. Предложения по повышению уровня инвестиционного и проектного финансирования в рамках стратегии модернизации

Накопленный в России опыт свидетельствует о значительных возможностях схемы проектного финансирования (ПФ). Качественные услуги в области экспертизы и обоснования инвестиций должны опираться на высококлассные маркетинговые исследования. Кроме того, кредитование крупных российских проектов на основе классического проектного финансирования требует поддержки со стороны государства, международного сообщества или крупного инвестора (акционера).

Требуются значительные усилия как государства, так и бизнес-сообщества по развитию коммерческого и финансового законодательства, достижению единообразия его применения, по подготовке специалистов и созданию действенной организационной инфраструктуры для информационно-аналитического сопровождения, а также системы государственной поддержки (в том числе и финансовой) ПФ, специализированных институтов долгосрочного финансирования и развитие рынков капитала. Ключевыми вопросами схемы ПФ являются предоставление государственных и частных гарантий инвестиций, государственное финансирование инфраструктуры, вертикальная интеграция в банковском секторе (ПМЭФ, 2009).

Расширению использования ПФ способствуют более глубокая интеграция в глобальную экономическую систему, что обеспечивает доступ к новым технологиям и механизмам их трансформации. Определенные возможности открывают схемы обмена активами, совместной реализации проектов, перенос производства и технологий в Россию.

Диверсификация направлений взаимодействия с иностранными инвесторами способна обеспечить не только развитие ресурсной составляющей, но и стимулирование передачи технологий и инноваций на основе комплексного подхода.

Наличие конкуренции между иностранными партнерами российского бизнеса способно смягчить ограничения по передаче технологий в Россию (отрицательными примерами являются попытка покупки контрольного пакета компании Opel и 5% пакета акций компании Airbus). Важным является развитие российской правовой системы, что способно упростить доступ для менее крупных иностранных компаний на российский рынок, содействовать передаче инноваций при условии вхождения компаний в схемы ПФ.

Дальнейшее развитие механизмов государственно-частного партнерства и концессии для финансирования долгосрочных проектов является основой реализации крупных социально значимых и инфраструктурных проектов. Распределение рисков с государственными банками будет способствовать росту доступных объемов и сроков фондирования. Поощрение банков к участию в синдикатах для реализации схемы ПФ и инвестиционного финансирования включает участие государства или компаний, наделенных его поддержкой (непосредственно или косвенно).

Особое значение имеет модификация оценки рисков и переоценка рисков отдельных секторов при ориентации не столько на быстро развивающиеся компании, сколько на компании, ориентированные на устойчивое долговременное развитие. Именно фактор устойчивости решений играет ключевую роль при реализации длительных проектов, ориентированных на социальные и инфраструктурные цели.

Одним из наиболее значимых факторов устойчивости реализации инвестиционных проектов является доверие между банком и клиентами. Поэтому поощрение механизмов рыночной дисциплины как в банковской системе, так и среди клиентов и партнеров банка, является одной из приоритетных задач. Эта же задача актуальна и для банковской системы в целом. Длительный рабочий контакт с предприятиями при схеме ПФ способствует увеличению доверия и, как результат, удешевлению проекта, а использование синдицированных кредитов позволяет снизить риски.

Можно ожидать, что использование механизмов ПФ обеспечит экономический эффект за счет сокращения сроков внедрения и возможности распараллеливания значительного числа инвестиционных проектов.

Можно не сомневаться, что анализ имеющегося опыта позволит предложить рациональные схемы, ориентированные на согласование усилий правительства, банковского и производственных секторов по модернизации экономики. Поэтому более детальное исследование методов и механизмов реализации проектного финансирования применительно к крупным и средним проектам представляется крайне актуальным.

7.4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ. ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ ПО РАЗВИТИЮ РБС ПРИ РЕАЛИЗАЦИИ СТРАТЕГИИ МОДЕРНИЗАЦИИ ДЛЯ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ

Стратегия ускоренной модернизации российской экономики предполагает наличие достаточно развитой банковской системы, обеспечивающей эффективное выполнение платежно-расчетных и финансово-посреднических функций. Важными, но все еще менее доступными являются средне- и долгосрочное кредитование предприятий для реализации инвестиционных проектов, а также розничное кредитование (малых предприятий, индивидуальных предпринимателей и домашних хозяйств).

Российская банковская система (РБС), насчитывающая 20-летнюю историю, прошла этапы становления (1989 – 1999 гг.) и динамичного развития (2000 – 2008 гг.). Первый из них характеризовался спонтанным развитием. Кризисы 1992, 1994, 1995 гг. высветили локальные, а 1998 г. – глобальные проблемы РБС. Вторым этапом отличался ускоренным наращиванием количественных (реальные среднегодовые темпы роста 20 – 30%) и частично качественных показателей, преодолением структурных проблем РБС.

Глобальный экономический кризис, высокий уровень зарубежных заимствований хозяйствующих субъектов, зависимость российской экономики от сырьевых цен и глобальных финансовых рынков усилили проблемы РБС. Этап устойчивого развития (начиная с начала выхода из кризиса) должен обеспечить снятие накопленных проблем РБС и содействовать решению задач приоритетных направлений российской экономики.

Модернизация самой банковской системы направлена на устранение ее недоразвитости и накопившихся диспропорций. Одна из основных – потребность в консолидации РБС за счет количественного сжатия системы (устранение неэффективных банков,

стимулирование слияний и поглощений со стороны универсальных банков, развитие 3-уровневой системы, локальное усиление госбанков, специализация малых региональных и продуктовых кредитных организаций).

Совершенствование законодательного и пруденциального регулирования призвано внедрить лучшую международную практику (МСФО, Базель II, системы раннего предупреждения, комплексный контроль финансовых и фондовых рынков), содействовать внедрению новых финансовых инструментов, в том числе необходимых для реализации программы модернизации экономики (массовой ипотеки, поддержки инвестиционного финансирования, устойчивого рынка ценных бумаг). Необходимо обеспечить надежность РБС и российской финансовой системы в условиях глобализации без потерь для развития экономики. Представляется естественной усиление особой роли Банка России как в банковском надзоре и регулировании, так и в реализации денежно-кредитной политики.

Технологическое развитие призвано обеспечить самодостаточность, снижение транзакционных издержек, высвобождение ресурсов, востребованность и устойчивость РБС, российских банков. Накопленный опыт создания платежных систем, внедрения банковских карт, депозитарных и биржевых технологий, банковских информационно-аналитических систем и дистанционных сервисов, имеющийся интеллектуальный потенциал должны обеспечить догоняющее развитие и внедрение новых продуктов и услуг, в том числе нетрадиционных, рост эффективности платежных систем, комплексное использование кредитных карт для развития розничного потребления и др.

Реализация стратегии догоняющей и инновационной модернизации предполагает развитие инвестиционного финансирования. Его основными компонентами являются интеллектуальная и ресурсная составляющие. Качественная экспертиза и обоснование инвестиций должны опираться на высококлассные маркетинговые исследования, по которым в России накоплен немалый опыт, свидетельствующий о перспективности и возможности тиражирования **схемы проектно-го финансирования** (ПФ) для крупных и средних проектов.

Классическое проектное финансирование крупных проектов предполагает поддержку государства, международных финансовых институтов или институционального инвестора (акционера). ПФ предполагает развитие законодательства и государственной поддержки его механизмов, развитие специализированных институтов долгосрочного финансирования и рынков капитала.

Расширению использования ПФ способствуют более глубокая интеграция в глобальную экономическую систему, что обеспечивает доступ к новым технологиям и механизмам их трансформации. Диверсификация направлений взаимодействия с иностранными инвесторами способна обеспечить не только развитие ресурсной составляющей, но и стимулирование передачи ими технологий и инноваций. Комплексный подход может помочь в расширении контактов, конкуренция – в смягчении ограничений, а развитие правовой системы упростит доступ для менее крупных иностранных компаний на российский рынок для передачи инноваций и к схемам ПФ.

Дальнейшее развитие механизмов государственно-частного партнерства и концессии для финансирования долгосрочных проектов является основой реализации крупных социально значимых и инфраструктурных проектов. Распределение рисков с государственными банками будет способствовать росту доступных объемов и сроков фондирования. Поощрение банков к участию в синдикатах для реализации схемы ПФ и инвестиционного финансирования включает участие государства или компаний, наделенных его поддержкой (непосредственно или косвенно).

Можно ожидать, что использование механизмов ПФ обеспечит экономический эффект за счет сокращения сроков внедрения и возможности распараллеливания значительного числа инвестиционных проектов. Модификация оценки рисков и переоценка рисков отдельных секторов, ориентация не столько на быстроразвивающиеся компании, сколько на компании, ориентированные на устойчивое долговременное развитие, позволит расширить номенклатуру и улучшить технологию схемы ПФ.

Узловым вопросом повышения уровня банковского обслуживания, в т. ч. реализации схем ПФ, является решение **проблемы ресурсного обеспечения**, пропорционального развития РБС для кредитования реальной экономики и населения, рентабельности ресурсов банков как фактора конкурентоспособности. Ресурсная проблема на этапе устойчивого развития должна решаться преимущественно за счет отечественных источников для снижения зависимости РБС от зарубежных заимствований, предусматривать стимулирование роста нормы и сроков сбережений.

Целесообразно адресное использование государственных фондов (развития, золотовалютного и др.) для их диверсификации и стимулирования модернизации экономики при реализации национальных, региональных и отраслевых проектов (софинансирование, гарантии,

участие в целевых фондах). Развитие целевого внутреннего заимствования (облигации, инфраструктурные и др. фонды) окажет благоприятное воздействие на развитие ресурсной базы долгосрочного финансирования при условии решения проблемы доверия. Стимулирование сбережений населения за счет целевого их использования (первоначальные накопления, участие в фондах), страхования и экономических факторов (стимулирующие проценты и гарантии при безотзывном размещении на длительный срок) должно повысить уровень сбережения.

Упорядоченное и регулируемое привлечение иностранного капитала желательно направить на прямое финансирование инвестиционных проектов, в том числе при формировании синдикатов. Стимулирование таких заимствований возможно как в государственном и отраслевом, так и в проектном срезам.

В условиях финансового кризиса ужесточилась потребность в **укреплении капитальной базы РБС**, как с позиций пропорционального развития, так и для решения проблемы «плохих» долгов. Требуется развитие эффективных схем рекапитализации банков, в т. ч. с использованием механизмов привлечения ресурсов государства и акционеров, а также через публичные размещения. Стрестестирование показывает потребность в рекапитализации РБС на уровне от 500 млрд руб. в течение ближайших 3 лет. Постоянного внимания требует вопрос о регулировании доли иностранного капитала в РБС. Представляется, что не должно быть допущено существенное повышение этого уровня за счет использования механизмов государственного регулирования.

Обеспечение устойчивого развития РБС опирается на управление рисками и эффективностью деятельности банков. Факторы риска классифицируются Новым базельским соглашением (Базель-II) с учетом корректировок по итогам кризиса. В качестве одной из мер кредитных рисков это соглашение предлагает и далее использовать рейтинги, либо как независимое мнение агентства, либо как внутреннюю оценку. Моделирование рейтингов и вероятностей дефолта является важной научно-практической проблемой, которая для российских банков исследовалась в цикле работ, проведенных в РЭШ. Рейтинги используются при принятии инвестиционных решений, в процессе тендеров и допуска к аукционам. Полученная система эконометрического моделирования может существенно улучшить качество управления кредитными рисками, в том числе при инвестировании, быть основой рейтингования и оценивания российских субъектов хозяйственной деятельности.

Анализ эффективности банков рассматривался на моделях технической эффективности (минимизации издержек). Показано, что для традиционного банкинга влияние технической неэффективности носит неслучайный характер, что зависимость от размера банков является U-образной для традиционного спектра финансовых инструментов. Имеется ее зависимость от правового статуса банка и его дислокации.

Повышение устойчивости и эффективности банков и РБС в целом в среднесрочной перспективе предполагает консолидацию и специализацию банковской системы, развитие и внедрение согласованных методов управления и надзора. Необходимо развитие методологии и методов управления применительно к банкам и РБС, включая:

- ускоренное внедрение методов управления рисками, основанных на рекомендациях Базель II, их адаптацию для России, включая развитие, внедрение и сопровождение отечественных систем моделей риск-менеджмента (как для банков, так и для пруденциального надзора), в том числе основанных на эконометрических методах;
- разработку и внедрение моделей комплексного скользящего планирования для обеспечения согласования стратегических и оперативных целей банков, банковских холдингов, РБС в целом с позиций устойчивого развития;
- формирование методов управления системой финансовых инструментов применительно к глобализации рынков и их диверсификации.

Повышение информационной прозрачности для обеспечения устойчивого долговременного развития требует внедрения процедур корпоративного управления. Развитие категории независимой оценки бизнеса в интересах принятия бизнес-решений и управления рисками предполагает упорядочивание и повышение эффективности деятельности рейтинговых агентств.

Проблема эффективного регулирования РБС на национальном и наднациональном уровнях требует координации с зарубежными пруденциальными органами, в том числе на основе базельских соглашений. Кардинальных изменений в управлении финансовой системой может потребовать возможная смена парадигмы экономического развития.

ЛИТЕРАТУРА

Акиндинова Н.В., Андрукович П.Ф., Березинская О.Б., Клепач А.Н., Красков В.В., Лепетиков Д.В. (2003). Банковская система России: от кризиса к модернизации. / Под ред. А.Н. Клепача. М.: Московский общественный научный фонд.

Алескеров Ф.Т., Белоусова В.Ю., Овчаров А.С., Солодков В.М. (2009). Анализ влияния размера и типологии российских коммерческих банков на эффективность управления издержками / Доклад на X Международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества. М.: ГУ-ВШЭ.

Алескеров Ф.Т., Мартынова Ю.И., Солодков В. М. (2008). Анализ и оценка эффективности функционирования банков и банковских систем // Сборник докладов VIII Международной научной конференции «Модернизация экономики и общественное развитие». М.: ГУ – ВШЭ.

Андреев М.Ю., Пильник Н.П., Поспелов И.Г. (2009). Моделирование деятельности современной российской банковской системы // Экономический журнал ВШЭ. Том. 13, № 2.

Аникин А.В. (2009). История финансовых потрясений. История финансовых потрясений. Российский кризис в свете мирового опыта. М.: Олимп-бизнес.

Афанасьев М.Ю., Васильева Н.В. (2006). Моделирование производственного потенциала фирмы с учетом факторов неэффективности и риска // Экономическая наука современной России. № 2.

Балло А. (2008). У нас не клиентский, а проектный подход // Время новостей, № 172.

Банк России (2005). Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2008 года. http://www.cbr.ru/search/print.asp?File=/press/press_centre/str_2008.htm

Банк России (2008). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010 и 2011 гг.

Банк России (2009а). Информация об основных результатах анкетирования кредитных организаций по вопросам стресс-тестирования в 2008 году. http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/print.asp?file=stress_inf_08.htm.

Банк России (2009б). Обзор банковского сектора Российской Федерации. Июль.

Бухтин М.А. (2008). Риск-менеджмент в кредитной организации: методология, практика, регламентирование. М.: Регламент.

Ведев А., Клепач А. (2003). Десятилетие рынка российского внутреннего долга: уроки кризиса и перспективы развития // Аналитическая лаборатория «Веди». http://www.vedi.ru/o_cg/cr0061_g.html.

Головань С.В. (2006). Факторы, влияющие на эффективность российских банков // Прикладная эконометрика, № 2.

Головань С.В., Евдокимов М.А., Карминский А.М., Пересецкий А.А. (2004). Модели вероятности дефолта российских банков II. Влияние макроэкономических факторов на устойчивость банков. М.: Российская экономическая школа. Препринт WP # 2004/043.

Головань С.В., Карминский А.М., Копылов А.В., Пересецкий А.А. (2003). Модели вероятности дефолта российских банков I. Предварительное разбиение банков на кластеры. М.: Российская экономическая школа. Препринт WP#2003/039.

Головань С.В., Карминский А. М., Пересецкий А.А. (2008). Эффективность российских банков с точки зрения минимизации издержек с учетом факторов риска // Экономика и математические методы, том 44, № 4.

Головань С.В., Назин В.В., Пересецкий А.А. (2009). Непараметрические оценки эффективности российских банков // Модернизация экономики и глобализация Сб. / Отв. Ред. Е.Г. Ясин. М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, кн. 3.

ГПБ (2005). Газпромбанк. Годовой отчет за 2004 год. М., http://www.gazprombank.ru/media/papers/annual_reports/2004/gpb_ar2004rus.pdf.

ГПБ (2009). Годовой отчет «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество) за 2008 год. М., http://www.gazprombank.ru/media/papers/annual_reports/2008/GPB_AR_2008_site.pdf.

Греф Г., Юдаева К. (2009). Российская банковская система в условиях глобального кризиса // Вопросы экономики, № 7.

Греф Г. (2009). Российская банковская система в условиях глобального кризиса: необходимость изменения государственной политики. // Доклад на X Международной научной конференции ГУ-ВШЭ по проблемам развития экономики и общества, М., http://www.hse.ru/org/hse/conf-april_ru/plenar

ИЭ РАН (2009). Банковская система России в условиях мирового экономического кризиса / Доклад на заседании Ученого совета Института экономики РАН. М.

Карминский А.М. (2007). Информационно-аналитическая составляющая бизнеса: методология и практика. М.: Финансы и статистика.

Карминский А.М. (2008). Рейтинги как инструмент стратегического контроллинга // Экономические стратегии. № 1.

Карминский А.М. (2009а). Модели рейтингов промышленных компаний // Управление финансовыми рисками, № 3.

Карминский А.М. (2009б). Рейтинги компаний и их моделирование // Доклад на X международной научной конференции ГУ-ВШЭ по проблемам развития экономики и общества. <http://www.hse.ru/data/390/562/1238/Karminsky%20HSE%202009.pdf>.

Карминский А.М., Мьяконьких А.В., Пересецкий А.А. (2008). Модели рейтингов финансовой устойчивости // Управление финансовыми рисками, №1, С. 2-18.

Карминский А.М., Оленев Н.И., Примак А.Г., Фалько С.Г. (1998). Контроллинг в бизнесе. М.: Финансы и статистика.

Карминский А.М., Пересецкий А.А. (2007). Модели рейтингов международных агентств // Прикладная эконометрика, № 1(5), С. 1-17.

Карминский А.М., Пересецкий А.А. (2009). Рейтинги как мера финансовых рисков: Эволюция, назначение, применение // Журнал новой экономической ассоциации. №1-2.

Карминский А.М., Пересецкий А.А., Петров А.Е. (2005). Рейтинги в экономике: методология и практика. М.: Финансы и статистика.

Карминский А.М., Фалько С.Г., Жевага А.А., Иванова Н.Ю. (2006). Контроллинг. М.: Финансы и статистика.

Киселев В.Д. (2009). Сравнительный анализ индикаторов и сигналов финансовых кризисов и сигналов финансовых кризисов. Магистерская диссертация. ГУ-ВШЭ (научный руководитель А.М. Карминский).

Лаптырев Д.А. (2005). Система управления финансовыми ресурсами банка. М.: БДЦ-Пресс.

Масленченков Ю.С. (2003). Финансовый менеджмент банка. М.: Юнити.

Матовников М.Ю. (2000). Функционирование банковской системы в условиях макроэкономической нестабильности. М.: Научные труды ИЭПП. № 23.

Рудый К.В. (2003). Финансовые кризисы: теория, история, политика. М., Минск: Новое знание, 399с.

Пересецкий А.А. (2007). Процентные ставки российских банков. Рыночная дисциплина и страхование депозитов // Экономика и математические методы, № 4.

Пересецкий А.А. (2009а). Измерение компоненты внешней поддержки рейтингов агентства Moody's // Прикладная эконометрика, № 2.

Пересецкий А.А. (2009б). Техническая эффективность банков. Россия и Казахстан // Финансы и Бизнес. № 1.

Пересецкий А., Карминский А., Ван Суст А.Г.О. (2004). Модели рейтингов банков. Экономико-математические методы, № 4.

ПМЭФ. (2009). Стенограммы Петербургского международного экономического форума. СПбБ, http://www.forumspb.com/forum_results/verbatim_reports/

Поморина М.А. (2008). Финансовый менеджмент в системе стратегического управления банком. М.: ГУУ.

Солнцев О.Г. (2009). О развитии российской экономики в 2008 – 2009 гг. и прогнозе на 2010 – 2011 гг. // Информационные материалы ЦМАКП.

Сулакишин С.С. и др. (2008). Финансовые рынки и экономическая политика России. М., Научный эксперт.

Улюкаев А. В. (2009). Стенограмма выступления / X Международная научная конференция ГУ-ВШЭ по проблемам развития экономики и общества. http://www.hse.ru/org/hse/conf-april_ru/plenar

Хан Д., Хунгенберг Х. (2005). ПиК. Стоимостно-ориентированная концепция контроллинга: Пер. с нем. М.: Финансы и статистика.

Aigner D.J., Lovell C.A.K., Schmidt P. (1997). Formulation and Estimation of Stochastic Frontier Production Function Model // Journal of Econometric, v. 6, #1.

Altman E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy // Journal of Finance. 23, 589 – 609.

Altman E.I. (1989). Measuring corporate bond mortality and performance // Journal of Finance, 909 – 922.

Altman E.I. (2005). An emerging market credit scoring system for corporate bonds // Emerging Markets Review, 6, 311– 323.

Altman E.I., Rijken H. (2004). How rating agencies achieve rating stability // The Journal of Banking and Finance. 28, 2679 – 2714.

Altman E.I., Saunders A. (1998). Credit risk measurement: Developments over the last 20 years // Journal of Banking & Finance, 21, 1721–1742.

Altman E.I., Suggitt H. (2000). Default rates in the syndicated bank loan market: A mortality analysis // Journal of Banking & Finance, 24, 229-253.

Amato J., Furfine C. (2004). Are credit ratings procyclical? // Journal of Banking & Finance, 28, 2641– 2677.

Basel Committee on Banking Supervision (2004). International convergence of capital measurement and capital standards. A revised framework. Basel: Bank for International Settlements.

Basel II (2007). Basel II: capital management strategies for project finance loans. Freshfields Bruckhaus Deringer.

Berger A., Mester L. (1997). Inside the black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions? // *Journal of Banking and Finance*, 21, 895 – 947.

Boyd J., Nicolo G., Loukoianova E. (2008). Banking crises and crises dating // IMF, Research Department.

Caner S., Kontorovich V. (2004). Efficiency of the banking sector in the Russian Federation with international comparison // *Экономический журнал ВШЭ*, т. 8, № 3.

Caprio G., Klingebiel D. (1996). Bank Insolvencies: Cross-Country Experience // Policy Research Working Paper, Washington, D.C.: World Bank.

Caprio G., Klingebiel D., Laeven L., Noguera G. (2005). Banking Crises Database // In *Systemic Financial Crises*, P. Honahan and L. Laeven eds. Cambridge University Press.

Carey M., Hrycaj M. (2001). Parameterizing credit risk models with rating Data // *Journal of Banking & Finance*, 25.

Carling K., Jacobson T., Linde J., Roszbach K. (2007). Corporate credit risk modeling and the macroeconomy // *Journal of Banking and Finance*, 31.

Curry T., Fissel G., Hanweck G. (2008). Is there cyclical bias in bank holding company risk ratings? // *Journal of Banking and Finance*, 32.

Ederington L. (1986). Why split ratings occur? // *Financial Management*, 15.

Elton E., Gruber M., Agrawal D., Mann C. (2004). Factors affecting the valuation of corporate bonds. // *Journal of Banking and Finance*, 28.

Farrell M.J. (1957). The Measurement of Productive efficiency // *Journal of the Royal Statistical Society. Ser. A. General* 120. Part 3.

Feng D., Gourieroux C., Jasiak J. (2008). The ordered qualitative model for credit rating transitions // *Journal of Empirical Finance*, 15.

Fight A. (2005). Introduction to Project Finance. Elsevier Ltd.

Frydman H., Schuermann T. (2008). Credit rating dynamics and Markov mixture models // *Journal of Banking and Finance*, 32.

Fuld R. (2008). Statement before the US State House of Representatives Committee / October 6, <http://oversight.house.gov/documents/20081006125839.pdf>

Fungáčová Z., Solanko L. (2009). Risk-taking by Russian Banks: Do Location, Ownership and Size Matter? // *Экономический журнал ВШЭ*. т. 13 № 1.

Guttler A., Wahrenburg M. (2007). The adjustment of credit ratings in advance of defaults // *Journal of Banking and Finance*, 31, 751– 767.

Hamilton D.T. (2002). Historical corporate rating migration, default and recovery rates / In *Credit ratings. Methodologies, rationale and default risk*. Editor M. Ong. London, Risk Books.

Herrero A., Ortiz A. (2004). The Role Of Global Risk Aversion In Explaining Latin American Sovereign Spreads // *International Finance*, № 0408001.

Jacobson T., Linder J., Roszbach K. (2006). Internal ratings systems, implied credit risk and the consistency of banks' risk classification policies // *Journal of Banking and Finance*, 30.

Jewell, J. Livingston M. (1999). A comparison of bond ratings from Moody's, S&P and Fitch // *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 8(4).

Joo S., Pruitt S. (2006). Corporate bond ratings changes and economic instability: Evidence from the Korean financial crisis // *Economics Letters*, 90.

Isik I., Hasan M. (2002). Technical, Scale and Allocative Efficiencies of Turkish Banking Industry // *Journal of Banking & Finance*, 26.

Kaminsky G. (1998). Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress // George Washington University. Washington.

Kaminsky G., Reinhart C. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payment Problems // *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3.

Kaminsky C., Schmucler S. (2002). Rating agencies and financial markets / In *Ratings, rating agencies and the global financial system*. Editors R. Levich, G. Majononi and C. Reinhart. Boston, Kluwer Academic Publishers.

Karas A., Schoors K., Lanine G. (2008a). Are private banks more efficient than public banks? Evidence from Russia // *BOFIT Discussion papers*, № 3/2008.

Karas A., Schoors K., Lanine G. (2008b). Liquidity matters: Evidence from the Russian interbank market // *BOFIT Discussion papers*, № 19/2008.

Kish R.J., Hogan K.M., Olson G. (1999). Does market perceive a difference in rating agencies? // *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 39.

Kleimeier S., Megginson W. (2000). Are project finance loans different from other syndicate loans? Current Draft.

Kolari J., Glennon D., Shin H., Caputo M. (2002). Predicting large US commercial bank failures // *Journal of Economics and Business* n.54.

Kumbhakar S.C., Lovell C.A.K. (2003). *Stochastic Frontier Analysis*. Cambridge: Cambridge University Press.

Kunczik M. (2002). News media, images of nations and the flow of international capital with special reference to the role of rating agencies // *Journal of International Communication*, v. 8, № 1.

Laeven, L., Valencia F. (2008). *Systemic Banking Crises: A New Database* // IMF, Working Paper (forthcoming).

Livingston M., Naranjo A., Zhou L. (2007). Asset opaqueness and split bond ratings // *Financial Management*, 36.

Makovetskaya M. (2009). Probability of default models for Russian banks. Master thesis. M.: NES (Advisors A. Karminsky & A. Peresetsky).

Meeusen W. J., van den Broeck (1977). Efficiency Estimation from Cobb-Douglas Production Function with Composed Error // *International Economic Review*. V. 18, № 2.

Mishkin F. (2001). Financial policies and the Prevention of financial crises in emerging market countries. Working paper. № 8087. National Bureau of economic research. Cambridge.

Mishkin F.S., Eakins S.G. (2006). *Financial Markets and Institutions*. Addison-Wisley.

Moody's (2007). Incorporation of joint-default analysis approach into Moody's bank ratings: a refined methodology. Moody's Investors Service, www.moody's.com

Moody's (2009). *Moody's Financial Metrics. Key Ratios by Rating and Industry for Global Non-Financial Corporations*. Moody's Investors Service, www.moody's.com

Morgan D. (2002). Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry // *The American Economic Review*, No. 92 (4).

Neely A., Adams C., Kennerley M. (2002). *The Performance Prism: The Scorecard for Measuring and Managing Business Success*.

Niemann M., Schmidt J., Neukirchen M. (2008). Improving performance of corporate rating prediction models by reducing financial ratio heterogeneity // *Journal of Banking and Finance*, 32.

Packer F. (2002). Credit ratings and the Japanese corporate bond market / In Ratings, rating agencies and the global financial system. / In Ratings, rating agencies and the global financial system. Editors R. Levich, G. Majononi and C. Reinhart. Boston, Kluwer Academic Publishers.

Parmenter D. (2007). *Key Performance Indicators: Developing, Implementing, and Using Winning KPIs*. Harvard Business School Press

Partnoy F. (2002). The Paradox of Credit Ratings / In Ratings, rating agencies and the global financial system. Editors R. Levich, G. Majononi and C. Reinhart. Boston, Kluwer Academic Publishers.

Pederzoli Ch., Torricelli C. (2005). Capital requirements and business cycle regimes: Forward-looking modeling of default probabilities // *Journal of Banking and Finance*, 29.

Peresetsky A., Karminsky A. (2008). Models for Moody's bank ratings // BOFIT Discussion Papers, №17/2008.

Peresetsky A., Karminsky A., Golovan S. (2004). Probability of default models of Russian banks // Bank of Finland. BOFIT Discussion papers, № 21/2004.

Reinhart C. (2002). Sovereign ratings before and after financial crisis / In Ratings, rating agencies and the global financial system. Editors R. Levich, G. Majononi and C. Reinhart. Boston, Kluwer Academic Publishers

Reinhart, C., Rogoff K. (2008). Is the 2007 U.S. Subprime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison // *American Economic Review, Papers and Proceedings*, v. 98, № 2.

Rojas-Suarez L. (2002). Rating banks in emerging markets: What credit rating agencies should learn from financial indicators? / In Ratings, rating agencies and the global financial system. Editors R. Levich, G. Majononi and C. Reinhart. Boston, Kluwer Academic Publishers.

Sahajwala R., Van den Bergh P. (2000). Supervisory risk assessment and early warning systems // BIS Working Papers. № 4.

Servigny A., Renault O. (2004). *Measuring and managing credit risk*. McGraw-Hill, N.-Y. etc.,

Styrin K. (2005). What Explains Differences in Efficiency Across Russian Banks // *Economic Education and Research Consortium Russia and CIS*. № 1.

S&P (2008). Глобальный экономический спад усугубляет страновые риски России. Standard & Poor's. www.stasndardandpoors.ru.

S&P (2009). Усовершенствованная методология присвоения рейтингов организациям, связанным с государством. Standard & Poor's. www.stasndardandpoors.ru.

Telegraph, (2009). IMF puts total cost of crisis at £7.1 trillion // *Telegraph*, August 2009. <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/5995810/IMF-puts-total-cost-of-crisis-at-7.1-trillion.html>

The Banker. (2009). Top 1000 world banks 2008 // *The Banker*, July.

Vernikov, A. (2007), Russia's banking sector transition: Where to? // BOFIT Discussion Paper № 5/2007.

Vernikov, A., Glushkova E. (2009). How big is the visible hand of the state in the Russian banking industry? // MPRA Paper No. 15563/2009/06. Munich University Library.

Weill L. (2008). How corruption affects bank lending in Russia // BOFIT Discussion papers, № 18/2008.

WSJ (2008). *The Wall Street Journal*, 4 июня 2008.

Yescombe E. (2002). *Principles of Project Finance.* / Elsevier Inc.

Yescombe E. R. (2007). *Public-private partnerships: principles of policy and finance.* Elsevier Inc.

СОДЕРЖАНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ	5
ГЛАВА 1. Стратегия модернизации: выход из кризиса на траекторию быстрого экономического роста	7
1.1. Механизм глобального экономического кризиса.....	11
1.2. Стратегия модернизации: основные элементы	13
1.3. Формирование национальной инновационной системы: институты развития и научно-техническая политика.....	16
1.4. Внешнеторговая политика и модернизация экономики России	18
1.5. Система подготовки кадров как звено модернизационной политики	20
1.6. Система интерактивного управления ростом (СИУР).....	21
1.7. Повышение устойчивости и эффективности банковской системы	24
1.8. Макроэкономическое регулирование для модернизации.....	26
1.9. Поэтапное формирование массовой ипотеки и рынка жилья	29
1.10. К программе модернизации энергетического сектора.....	31
1.11. Заключение	32
ГЛАВА 2. Природа кризиса и стратегия модернизации: формирование системы интерактивного управления ростом	35
2.1. Механизм глобального экономического кризиса.....	35
2.1.1. Гипотеза об инновационной паузе	35
2.1.2. Признаки инновационной паузы.....	44
2.1.3. Последствия инновационной паузы для развитых стран	49
2.1.4. Стратегия модернизации российской экономики: основные элементы.....	52
2.2. Формирование национальной инновационной системы.....	57
2.2.1. Эффективное заимствование – основная задача НИЦ на данном этапе	57
2.2.2. Механизмы заимствования и экономическая политика	66
2.3. Система интерактивного управления ростом (СИУР).....	76
Заключение	85
ГЛАВА 3. Повышение абсорбционной способности (научно-техническая и промышленная политика).....	91
3.1. Способность к освоению новых технологий: определение и методы измерения	91

3.1.1. Два пути развития: инновации и имитации.....	91
3.1.2. Абсорбционная способность.....	93
3.1.3. Рост стран Восточной Азии: имитации как основа догоняющегося развития	94
3.2. Факторы и инструменты политики, влияющие на абсорбционную и инновационную способности	96
3.3. Национальные инновационные системы: сравнительный анализ	102
3.3.1. Национальная инновационная система России	102
3.3.2. Национальная инновационная система США	106
3.3.3. Национальная инновационная система Франции	108
3.3.4. Национальная инновационная система Китая	109
3.3.5. Сравнительный анализ инновационных систем	111
3.4. Выводы и рекомендации по повышению абсорбционной способности России.....	115
ГЛАВА 4. Торговая политика как инструмент развития экономики России	122
4.1. Внешняя товарная торговля России, потенциальные направления диверсификации	123
4.1.1. Структура экспорта и импорта России	123
4.1.2. Анализ индекса дохода экспорта России	123
4.1.3. Анализ перспективных направлений развития экспорта	125
4.1.4. Пространство потенциально экспортируемых товаров и его плотность: сравнение России с другими странами мира и странами СНГ	129
4.1.5. Анализ объемов торговли и географического распределения торговых потоков.....	132
4.2. Прямые иностранные инвестиции	135
4.2.1. Современное положение дел с прямыми иностранными инвестициями в Россию.....	135
4.2.2. Анализ прямых иностранных инвестиций в рамках гравитационной модели	137
4.2.3. ВТО, преференциальные торговые союзы и прямые иностранные инвестиции	138
4.3. Внутренняя политика как условие выигрыша от либерализации внешнеэкономических связей	141
4.3.1. Торговая политика как инструмент развития: теоретические результаты и опыт других стран мира.....	141
4.3.2. Проблемы внутренней политики России, препятствующие реализации потенциала либерализации.....	143

4.4. Соответствие текущей торговой политики России задачам развития экономики	146	7.1.4. Проблема ресурсной базы и денежно-кредитная политика	237
4.4.1. Тарифная политика и уровни технологичности импорта	146	7.1.5. Назрела ли модернизация самой банковской системы?	240
4.4.2. Тарифная политика и экспортный потенциал	146	7.2. Факторы устойчивости и эффективности РБС	243
4.4.3. Тарифная политика и сила государства	147	7.2.1. Факторы рисков и их оценивание	243
4.4.4. Участие в многосторонних и преференциальных торговых союзах	148	7.2.2. Рейтинги как мера кредитного риска	249
Заключение	148	7.2.3. Устойчивое развитие как основа эффективности РБС	260
<i>Приложение. Классификация ОЭСР отраслей промышленности</i> по уровню технологичности	151	7.2.4. Предложения по повышению устойчивости и эффективности банков и банковской системы в среднесрочной перспективе	266
ГЛАВА 5. Система подготовки кадров как звено модернизационной политики	173	7.3. Инвестиционный банкинг и проектное финансирование для модернизации российской экономики	268
5.1. Направления изменений в системе образования для нужд модернизации	173	7.3.1. Инвестиционное финансирование в России и за рубежом	268
5.2. Среднее общее образование	177	7.3.2. Проектное финансирование и его возможности	273
5.3. Начальное и среднее профессиональное образование	181	7.3.3. Модернизация экономики инвестиционное финансирование	280
5.4. Обучение и переобучение на предприятиях	185	7.3.4. Риски проектного финансирования	283
5.5. Программы переобучения безработных	188	7.3.5. Предложения по повышению уровня инвестиционного и проектного финансирования в рамках стратегии модернизации	285
5.6. Высшее образование	189	7.4. Заключение	287
5.7. Прогнозирование спроса в разрезе образовательных специальностей и квалификаций	192	ГЛАВА 8. Поэтапное формирование массовой ипотеки и рынка жилья ...	301
5.8. Роль государства	195	8.1. Введение: основы концепции	301
ГЛАВА 6. Макроэкономическая политика для модернизации российской экономики	198	8.1.1. Преимущества стройсберкасс перед другими ипотечными институтами	301
6.1. Госрасходы, госдоходы и дефицит	198	8.1.2. Запуск масштабной программы строительства дешевого жилья ...	302
6.2. Валютный курс	204	8.1.3. Целесообразность поэтапного формирования массовой ипотеки ...	303
6.3. Монетарная политика	217	8.2. Первый этап: экспериментальная система ипотеки в городе	305
6.4. Внешний долг	219	8.2.1. Описание экспериментальной системы	305
6.5. Какие макроэкономические инструменты можно использовать для структурной модернизации	221	8.2.2. Реализация механизма ССК в рамках банковских спецсчетов и в рамках кредитного кооператива	308
6.6. Выводы	223	8.2.3. Сектор строительства дешевого жилья	313
ГЛАВА 7. Повышение устойчивости и эффективности банковской системы	227	8.3. Оценка вероятных результатов второго этапа	316
7.1. Проблемные вопросы развития банковской системы России до и после кризиса	227	8.4. Основные проблемы экспериментального этапа: задачи государственных органов	320
7.1.1. Развитие и проблемы РБС	227	8.4.1. Выбор параметров ссудно-сберегательных планов; разработка основных инструкций и документов	320
7.1.2. Устойчивость РБС до и во время кризиса	233	8.4.2. Задачи региональной администрации	322
7.1.3. Проблемные вопросы обеспечения устойчивого развития	235	8.4.3. Задачи федеральных органов власти	323
		8.4.4. Примеры неудачного внедрения ССК: опыт Индии и Казахстана ...	323
		8.4.5. Сроки подготовки и реализации эксперимента	325
		Заключение	326
		<i>Приложение 8.1. Стройсберкасс в период кризиса</i>	330

<i>Приложение 8.2.</i> Ответы на возражения против ССК	339
<i>Приложение 8.3.</i> Издержки и выигрыши проекта	343
<i>Приложение 8.4.</i> Сравнение эффективности премий на стройсбережения в рамках ССК и субсидий на первоначальный взнос в банке	349
<i>Приложение 8.5.</i> Спецсчета: опыт Франции	352
ГЛАВА 9. Антикризисные меры и модернизация энергетического сектора	356
Введение	356
9.1. Энергетический сектор в экономике	361
9.1.1. Энергетика как производитель ресурсов широкого применения	361
9.1.2. Проблемы обеспеченности России запасами ЭРШП	364
9.1.3. Производство и потребление ЭРШП	368
9.2. Регулирование и конкуренция в энергетическом секторе как ценоформирующие механизмы	375
9.2.1. Организация взаимодействия экономических агентов в энергетике	375
9.2.2. Эмпирический анализ уровня конкуренции в энергетическом секторе	383
9.2.3. Влияние цен энергии на экономику	385
9.3. Проблемы энергетического сектора и некоторые уроки прошлых модернизаций	388
9.3.1 Проблемы и их источники	388
9.3.2. Уроки предыдущих модернизаций	396
9.3.3. Направления влияния экономического кризиса на энергетический сектор	399
9.4. Основные направления модернизации энергетического сектора.....	400
Заключение	404
<i>Приложение.</i> Экономический анализ последствий либерализации российского рынка природного газа	408
<i>Приложение.</i> Эмпирическая оценка конкуренции в некоторых отраслях экономики	411