

Леонид Григорьев, экономист

Финансовые рынки России: длинная дорога впереди

Обсуждение проблемы финансовых рынков на заседании Правительства РФ, несомненно, важная веха в экономической политике. Было представлено два содержательных доклада ФКЦБ и МЭРТ. Нет разногласий в том, что недостаточное развитие финансовых рынков препятствует перетоку капиталов внутри экономики, снижению ставок процента, укреплению доверия российских вкладчиков и иностранных инвесторов. Экономика несет потери от нехватки «длинных денег» для финансирования новых крупных инвестиционных проектов в обрабатывающей промышленности и инфраструктурных отраслях. Подъем 2002-2003 гг. во многом стоит на относительно небольших проектах (кроме нефтегазовой промышленности) и кредитах из-за рубежа. По-нашему мнению, важна объективная оценка положения для выработки принципов долгосрочного развития рынков как важнейшего фактора модернизации рыночной экономики. Так в чем же ключевые проблемы развития финансовых рынков России и пути их решения?

Доклад МЭРТ шире по охвату проблем и сегментов рынка и более критичен по отношению ко всем его сегментам. Доклад ФКЦБ более показывает успехи ведомства - рынок акций представлен оазисом благополучия на фоне слабостей банковской системы. В этой связи полезно взглянуть на структуру рынков и их состояние, предпосылки их развития в «реальном» бизнесе.

Во-первых, более зрелое состояние финансовых рынков предполагает гармоничное развитие основных сегментов рынков и инструментов параллельно. Раннее развитие банковского сектора в стране с переходной

экономикой – до финансовых рынков в узком смысле – явление нормальное. Это характерно многим странам, но недостаточно для большой страны с замахом на мировую роль. Стратегия развития рынков должна стремиться к «гармонии» или же недостающие сегменты (инструменты) будут замещаться суррогатами из-за рубежа или тормозить развитие. Восстановление финансовой системы 2000-2003 гг. после краха 1998 г. было значительным – достигнут уровень 1997 г., но 5 лет были потеряны.

Во-вторых, собственно развитие рынка акций и облигаций находится на сравнительно ранней стадии (как источник средств для финансирования капиталовложений в стране) и никак не может сравниться ни с самофинансированием, ни с банковским сектором. Всегда можно найти показатель, по которому мы «догнали и перегнали», но суть от этого не меняется. Даже в англо-саксонских странах первичные выпуски и вообще получение средств для финансирования на бирже не было магистральным путем. Суть рынка акций (точнее держания акций) – в контроле.

Особенно это характерно для нашей страны с “closely held” (жестким) контролем над компаниями. Наша знаменитая приватизация исключила массовое индивидуальное владение акциями, ограничила роль фондов (в контраст с намерениями), снизила свободный оборот до нескольких процентов даже для крупных компаний. Так что теперь идет не размывание владения акциями, а скупка миноритарных пакетов для концентрации собственности, подъема капитализации и перепродажи с целью реализации «приватизационных выигрышей». Здесь нужны меры по размыву в будущем концентрации собственности с целью повышения роли внутреннего рынка акций.

В-третьих, в банковском секторе так и не решились на его реструктуризацию и рекапитализацию после краха. Быстрый естественный рост капитала и активов банков (с учетом «накачки») не решает выравнивания роли банков в экономике. Отсюда явное превращение Сбербанка и других госбанков в банки развития. Возможно, это неизбежно, но это надо ясно видеть как часть картины. Частная банковская система еще слаба и компенсируется обслуживанием наших крупных компаний за рубежом.

В-четвертых, до формирования значительного рынка долгосрочных заемных инструментов (корпоративных облигаций и закладных) в значительных масштабах (хотя бы 5-10% финансирования капиталовложений) трудно говорить о возможности обновления физической инфраструктуры и инвестиционном буме в обрабатывающей промышленности на базе частного финансирования (т. е. без государства, госбанков и госкомпаний). Надо или признать, что низкодоходные крупные долгосрочные проекты будут еще долго зависеть от государства, международных банков развития, или предпринимать соответствующие усилия. Ждать, что «рынок решит все сам», наивно.

В-пятых, национальная стратегия развития должна рассматривать мировые финансовые рынки как естественный сектор национальной экономики (достаточно указать на экспортное финансирование в нефтегазовых отраслях). Хорошо бы определиться перед вступлением в ВТО, что именно мы рассчитываем развить как внутренний сектор (независимо от национальной принадлежности собственности). Россия продолжает экспортировать прямой капитал и импортировать портфельный, что в среднесрочной перспективе может создать проблемы (в случае перегрева экономики и финансовых рынков). Потоки капитала в мире не стали намного устойчивей. Разумнее (если экспорт

капитала на данной стадии неизбежен) было бы импортировать прямой капитал, а вывозить более эластичный портфельный капитал, который бы легче возвращался в будущем.

Наконец, исследования показывают значительную несоординированность регулирования (включая выработку стратегии развития) и контроля многочисленных государственных органов над различными финансовыми рынками, часто избыточную бюрократическую опеку, рентаориентированное поведение в тех случаях, где развитие по своей природе возможно только на базе свободной предпринимательской активности. Объединять регуляторов рано, но лучшая координация не помешала бы развитию рынков (при минимуме нагрузки на участников рынка). Более ясная стратегия формирования финансовых рынков, укрепление капитальной базы и снижение трансакционных издержек – это естественные элементы длинной дороги к созданию современного финансового сектора. Он должен бы обеспечивать норму накопления не в 20% ВВП (как сейчас), а в 24%-27%, что соответствует среднемировым показателям стран, проходившим в последние 50 лет этапы быстрого экономического роста. Безрисковых и безошибочных стратегий развития не бывает, но развитие финансовых рынков – это беспроектное направление государственной экономической политики.