

Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара

*Научные труды № 160Р*

А. Ведев, Ю. Данилов

**Прогноз развития  
финансовых рынков РФ  
до 2020 года**

Издательство Института Гайдара  
Москва / 2012

УДК 336.7:005.521(470+571)  
ББК 65.262.1-237(2Рос)

В26 Ведев, Алексей Леонидович

**Прогноз развития финансовых рынков РФ до 2020 года** / А. Ведев, Ю. Данилов. – М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2012. – 164 с.: ил. – (Научные труды / Ин-т экон. политики им. Е. Т. Гайдара; № 160Р). – ISBN 978-5-93255-345-9.  
I. Данилов, Юрий Алексеевич.

*Агентство СІР РГБ*

Настоящая работа посвящена актуальной проблеме, которой до сих пор уделяется недостаточно внимания, – проблеме долгосрочного прогнозирования национального финансового сектора как составной части народнохозяйственного комплекса. Рассматриваются вопросы увязывания прогноза развития финансовых рынков с комплексным прогнозом социально-экономического развития страны, с одной стороны, и с прогнозом развития глобального финансового рынка – с другой. В рамках работы построены прогнозные балансы важнейших финансовых инструментов и прогнозные институциональные балансы основных секторов экономики, в совокупности формирующие комплексный финансовый баланс страны. На этой основе сформирован прогноз развития финансовых рынков на период до 2020 г., основанный на предположении реализации сбалансированного сценария. Кроме того, определены возможности и условия перехода к более высоким темпам роста финансового рынка при условии сохранения сбалансированности.

A. VedeV, Yu. Danilov

### **Russia's Financial Markets Development Forecast till 2020**

Issue is devoted to an actual problem to which is still given not enough attention – a problem of long-term forecasting of national financial sector as a component of an economic complex. Problems of a forecast of development of the financial markets coordination with economic development of the country, on the one hand, and with a forecast of development of the global financial market, on the other hand are considered. Balances of the major financial instruments and institutional balances of the main sectors the economy in aggregate forming complex financial balance of the country are constructed in paper. On this basis the forecast of development of the financial markets for the period till 2020, based on assumptions of the balanced scenario is created. Besides, possibilities and transition conditions to higher growth rates of the financial market under assumption of stability are defined.

*JEL Classification:* C01, E01, E02, E50, E61.

УДК 336.7:005.521(470+571)  
ББК 65.262.1-237(2Рос)

ISBN 978-5-93255-345-9

© Институт Гайдара, 2012

## Оглавление

<b>Введение</b> .....	<b>5</b>
<b>1. Методические замечания</b> .....	<b>9</b>
<b>2. Трендовый прогноз развития экономики России до 2020 года – сбалансированный сценарий</b> .....	<b>16</b>
Параметры сбалансированного развития финансового сектора .....	28
<b>3. Долгосрочный прогноз развития финансовых рынков РФ</b> .....	<b>35</b>
Ресурсы для финансовых рынков .....	36
Конкуренция между финансовыми инструментами .....	38
Балансы финансовых инструментов .....	43
Институциональные балансы .....	53
<b>4. Воздействие роста внутреннего государственного долга на состояние финансовой сферы России</b> .....	<b>70</b>
<b>5. Прогноз развития финансовых рынков в рамках сбалансированного сценария</b> .....	<b>89</b>
<b>6. Возможности и условия перехода к более высоким темпам роста финансового рынка при условии сохранения сбалансированности</b> .....	<b>99</b>
<b>Заключение</b> .....	<b>111</b>
<b>Приложения</b> .....	<b>116</b>
<i>Приложение 1.</i> Инструменты финансирования общественно значимых проектов .....	116
<i>Приложение 2.</i> Ретроспективный сценарный прогноз: сбалансированное развитие как альтернатива форсированному росту .....	130
<i>Приложение 3.</i> Иностранные инвестиции – важнейший ресурс экономической модернизации России .....	137
<i>Приложение 4.</i> Основные аспекты развития рынка государственных ценных бумаг .....	151
<b>Список использованных источников</b> .....	<b>158</b>



## Введение

В настоящее время (в том числе в рамках доклада «Стратегии-2020: новая модель роста – новая социальная политика») отсутствуют оценки развития основных сегментов российских финансовых рынков – как на ближайшие годы, так и на долгосрочную перспективу. Между тем подобные оценки критически важны для разработки стратегии развития финансового сектора России. Так, национальная банковская система является лишь небольшой его частью: вложения банковской системы на рынке акций незначительны (не более 1,5%), а на рынке корпоративных облигаций ее доля колеблется около 30%. Развитие реального сектора в существенной степени зависит от эволюции рынка долевого и долгового финансирования. Стабильность к внешним шокам нефинансового сектора будет во многом определяться развитием рынка производных финансовых инструментов. Однако ключевым требованием к среднесрочному прогнозу финансовых рынков выступает требование его сбалансированности со среднесрочными параметрами бюджета, денежной программы, платежного баланса, банковской системы.

Существующие на сегодняшний день стратегические документы, определяющие основные параметры развития реального сектора российской экономики, с одной стороны, и стратегии развития основных секторов национального финансового рынка («Стратегия развития банковского сектора» и «Стратегия развития финансового рынка») – с другой, друг с другом несовместимы. При ближайшем рассмотрении оказывается, что предположения, заложенные в эти документы, а также их целевые ориентиры либо не совпадают, либо опираются на различные подходы к развитию экономики и финансового сектора.

Имеются серьезные расхождения между целевыми ориентирами, установленными в «Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020

года»<sup>1</sup> (далее – КДР) в части развития финансовых рынков, и ориентирами, заложенными в «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года»<sup>2</sup>. Так, в КДР в качестве целевых ориентиров обозначены:

- повышение относительного уровня капитализации российских компаний к 2020 г. до 150–200% валового внутреннего продукта;
- увеличение отношения стоимости российских корпоративных облигаций в обращении к валовому внутреннему продукту с 3,8% в 2007 г. до 22–25% в 2020 г.

В «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года» установлены значительно более реальные ценовые ориентиры по данным показателям: по соотношению капитализации и ВВП к 2020 г. – 104%; по соотношению стоимости российских корпоративных облигаций в обращении и ВВП – 12%. Таким образом, два разных правительственных документа устанавливают разные целевые уровни двух важнейших показателей развития финансового рынка.

При этом КДР не включает перечня мероприятий, которые могли бы столь существенно изменить интегральные показатели двух важнейших секторов российского фондового рынка.

Кроме того, в КДР содержатся глубокие внутренние противоречия, касающиеся инвестиционных процессов в экономике и роли финансового сектора в этих процессах. Так, в документе предполагается, что рост инвестиций в основной капитал в течение первого этапа реализации Концепции (2012 г. к 2007 г.) составит 180–185% при росте валового внутреннего продукта на 137–138%, а на протяжении второго этапа реализации Концепции (2020 г. к 2012 г.) – 215–223% при росте ВВП на 171–178%. В Приложении № 1 к КДР приведены и соответствующие среднегодовые темпы роста инвестиций в основной капитал и ВВП: для инвестиций предполагаются среднегодовые темпы прироста в размере 14% на период 2008–2010 гг., 10,3% на период 2011–2015 гг., 10% на период 2016–2020 гг.; для ВВП

---

<sup>1</sup> Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 17 ноября 2008 г. № 1662-р.

<sup>2</sup> Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р.

– соответственно 6,8, 6,4 и 6,3%. Между тем простейшие расчеты показывают, что к 2020 г. соотношение инвестиций в основной капитал и ВВП составит 46,5%, что предполагает норму накопления на уровне примерно 50%. Указанный уровень нормы накопления недостижим в реальной экономике; кроме того, в КДР вообще не определены источники ресурсов, которые могут быть направлены на инвестиции в таком объеме.

При сохранении на неизменном уровне государственных капитальных вложений (4,2% ВВП в течение всего периода действия Концепции) и сокращении относительного объема прямых иностранных инвестиций (с 3,6% ВВП в 2007 г. до 2,9% в 2008–2010 гг., 3,1% в 2011–2015 гг. и 3,5% в 2016–2020 гг.) важнейшими источниками инвестиций в основной капитал могут быть средства предприятий, внешние заимствования, кредиты банков и финансирование, привлеченное на внутреннем финансовом рынке. Даже если предположить, что доля средств предприятий в структуре источников инвестиций в основной капитал вновь вернется к нехарактерной для стран с рыночной экономикой величине 50%, то получается, что не менее трети прямых иностранных инвестиций и все государственные вложения будут направлены на инвестиции в основной капитал, оставшиеся же ресурсы (по расчетам, основанным на данных КДР, в 2020 г. это 16% ВВП) должны быть изысканы на внутреннем финансовом рынке либо заимствованы на внешних рынках. При этом следует учитывать, что далеко не все инвестиции, привлекаемые предприятиями на рынках акций и облигаций, используются на инвестиции в основной капитал – как свидетельствует статистика прошлых лет, как минимум в два-три раза больше средств направляется на финансовые вложения предприятий. Никаких мер по обеспечению соответствующего уровня внутреннего инвестиционного спроса в КДР не предусматривается; использование же в таком объеме иностранных займов быстро приведет к полномасштабному корпоративному дефолту.

Кроме того, если кредиты банков, в соответствии с целевым ориентиром КДР, действительно вырастут с 9,4% всех инвестиций в основной капитал в 2007 г. до 20–25% в 2020 г., то такой существенный рост данного параметра с большой долей вероятности

приведет к резкому снижению устойчивости российской банковской системы и всего финансового сектора.

Стратегические и иные прогнозные документы, определяющие развитие отдельных секторов национального финансового рынка и/или решение отдельных целевых задач в рамках развития финансового сектора Российской Федерации, также зачастую содержат в себе существенные внутренние противоречия. Примерами здесь могут служить комплекс показателей, характеризующих создание Международного финансового центра (МФЦ) в России, разработанный Министерством экономического развития РФ, а также противоречия между ключевыми показателями, содержащимися в «Стратегии развития банковского сектора РФ до 2015 г.» и в докладе «Стратегия-2020: новая модель роста – новая социальная политика».

*Авторы благодарят М. Ю. Хромова за помощь в расчетах, А. Генкель, Е. Леонову и И. С. Ульянова за сделанные ими ценные замечания, учет которых несомненно улучшил качество данной работы.*



# 1. Методические замечания

Для создания обоснованного прогноза развития финансового сектора как составной части российской экономики необходим учет всех взаимосвязей этого сектора с остальной национальной экономикой, равно как и учет взаимосвязей внутри самого сектора. Инструментом анализа и прогнозирования этих взаимосвязей является балансовый метод, основанный на построении отдельных балансов инструментов и секторов, в совокупности составляющих единый финансовый баланс страны.

Балансы финансовых инструментов и секторов финансового рынка – это по сути компоненты финансового счета экономики, который по России не формируется, что является существенным недостатком действующей в стране системы статистического наблюдения, снижающим эффективность государственного регулирования экономики. Между тем методические основы формирования финансового счета экономики разработаны международными финансовыми организациями (Всемирным банком, Международным валютным фондом, Организацией экономического сотрудничества и развития, Организацией Объединенных Наций)<sup>3</sup> и успешно применяются на практике в развитых странах. Хорошим примером успешной практической реализации данного подхода является документ ФРС США «Flow of Funds Accounts of the USA»<sup>4</sup>.

Каждый отдельный баланс (инструмента или сектора) определяет источники ресурсов и их распределение. В балансе финансового инструмента увязываются инвестиции, поступающие от различных групп инвесторов и/или различных секторов экономики, и их распределение между разными группами данного финансового инструмента. В балансе финансового сектора увязываются, с одной стороны, обязательства сектора (источники его финансирования) и с другой – активы сектора (направления инвестиций в него).

Естественной и единственной формой финансовых балансов является стоимостной баланс, в котором все статьи представлены в стоимостном

---

<sup>3</sup> Описание этих основ содержится в гл. 11 и 13 «Системы национальных счетов»: [http://unstats.un.org/unsd/publication/seriesf/SeriesF\\_2Rev5e.pdf](http://unstats.un.org/unsd/publication/seriesf/SeriesF_2Rev5e.pdf)

<sup>4</sup> См.: <http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1r-3.pdf> и <http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1r-4.pdf>

выражении (оценке). Однако расчет стоимостной оценки несколько различается для разных финансовых инструментов.

Построение балансов инструментов тесно связано с определением емкости данного инструментного сегмента финансового рынка, т.е. емкости рынка данного инструмента. Емкость денежных рынков – рынка наличных рублей, рынка наличной валюты – выражается в сумме номинальных стоимостей обращающихся на этих рынках денег. Емкость финансовых инструментов выражается в сумме произведений курсовой стоимости инструмента того или иного вида на количество обращающихся инструментов этого вида. Для рынка облигаций емкость определяется показателем стоимости облигаций в обращении (далее в настоящей работе мы будем применять упрощенный вариант оценки емкости облигационных рынков, используя вместо курсовой стоимости облигаций их номинальную стоимость). Для рынка акций емкость определяется показателем капитализации.

При этом необходимо учитывать, что оценка емкости того или иного инструментного сектора рынка не всегда прямо зависит от интенсивности потоков, характеризующих инвестиции в данный инструмент. Наиболее близки оценки емкости сектора и суммы инвестиций в данный сектор лишь для долговых ценных бумаг и кредитов, так как изменение емкости таких секторов во времени принципиально зависит от двух факторов – от объема ресурсов, поступивших в данный сектор, и от процентных платежей за пользование заемными ресурсами (в облигационном сегменте платой за пользование ресурсами иногда выступает дисконт), в то время как изменение стоимостной оценки инструмента (курсовой стоимости облигации и суммы обязательств по кредиту) либо минимально (в случае облигаций), либо отсутствует (в случае кредитов).

Напротив, в секторе долевых ценных бумаг четкой связи между объемом инвестиций, поступающих в сектор, и емкостью данного сектора, как правило, не наблюдается. Емкость данного сектора определяется прежде всего стоимостной оценкой обращающихся на нем инструментов, т.е. их курсом. Курс ценной бумаги зависит от соотношения спроса и предложения. При этом рост курса акции может вызываться как расширением спроса, так и сокращением предложения соответствующих акций на рынке. Конъюнктура национального рынка акций наиболее сильно (среди всех секторов внутреннего финансового рынка) зависит от конъюнктуры мирового рынка

акций. Механизм этой зависимости зачастую проявляется в следующей форме: ориентируясь на рост мирового рынка акций, держатели акций внутреннего рынка сокращают их предложение на последнем, что, даже в отсутствие роста спроса (т.е. если постоянный уровень спроса или его снижение оказываются меньшими, чем снижение предложения), приводит к повышению курсовой стоимости отдельных акций и, соответственно, к увеличению всей национальной капитализации в целом. В другие периоды повышение курса акций и рост национальной капитализации являются прямыми следствиями расширения спроса (как со стороны внутренних инвесторов, так и внешних). Рост спроса может оказывать влияние на повышение курса акций разной интенсивности в зависимости от доли акций в свободном обращении, а также ряда иных факторов, порождающих «эффект рычага» (доля маржинальных сделок и т.д.). Кроме того, рост национальной капитализации может вызываться появлением на рынке новых акций и получением ими рыночной оценки. Появление новых акций может происходить как в результате размещения акций на рынке (в этом случае весь объем эмиссии соответствует объему пришедших на рынок акций инвестиций), так и в результате вывода на рынок ранее размещенных, но не обращавшихся на нем акций (в этом случае происходит простая смена собственников без изменения объема поступивших на рынок акций инвестиций, за исключением разницы между ценой приобретения акций предыдущим владельцем и ценой продажи акций на организованном рынке).

Несоразмерность между притоком инвестиций в сектор рынка акций и ростом капитализации обуславливается, как уже отмечалось, в том числе наличием на этом рынке разного рода механизмов и явлений, обеспечивающих в той или иной форме «эффект плеча», или «эффект рычага» (леверидж). Наиболее заметным явлением такого рода на российском рынке акций является относительно невысокая доля акций в свободном обращении (free-float). При наличии дополнительного инвестиционного спроса в размере, например, 1% от совокупной капитализации эмитента этот спрос воздействует не на все 100% выпущенных акций, а на 10%, находящихся в свободном обращении, и наблюдаемый в этих условиях 25–30%-ный рост курса акций (в силу их высокой распределенности между держателями, подверженными общерыночным паникам и эйфориям) приводит к увеличению капитализации, которое, соответственно, в 25–30 раз превышает объем прироста инвестиционного спроса. При наличии, например,

50% акций, находящихся в свободном обращении, появление на рынке дополнительного инвестиционного спроса в размере 1% капитализации вряд ли приведет к его росту, превышающему 2–3%. Другим механизмом, порождающим левверидж, является маржинальная торговля, условием которой выступает кредитование инвестора брокером на часть суммы сделки. В этом случае инвестор фактически умножает объем изначально имеющихся ресурсов на коэффициент «плеча». Применение маржинальной торговли на российском рынке акций с низким уровнем free-float и невысокой ликвидностью приводит к исключительно высокой его волатильности, при этом прирост капитализации может превышать прирост реального инвестиционного спроса, вызвавшего расширение рынка, более чем в 100 раз.

Распределение роста капитализации России между двумя факторами (повышение курсовой стоимости обращающихся акций и расширение рынка за счет вывода на него новых акций) приведено в табл. 1.

**Таблица 1. Роль факторов роста капитализации России**

	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Капитализация, млрд. долл.	54,17	43,02	82,91	114,70	197,16	247,48	474,42	961,41	1341,45	372,57	756,43	994,54
Прирост национальной капитализации, %	198,6	-20,6	92,7	38,3	71,9	25,5	91,7	102,6	39,5	-72,2	103	31,5
Индекс РТС (на конец года), пунктов	175,26	143,29	260,05	359,07	567,25	614,11	1125,6	1921,92	2290,51	631,89	1444,61	1770,28
Прирост индекса РТС, %	197,4	-18,2	81,5	38,1	58	8,3	83,3	70,7	19,2	-72,4	128,6	22,5
Роль прироста индекса РТС в приросте капитализации, %	99	89	88	99	81	32	91	69	49	100	125	72
Роль новых акций в приросте капитализации, %	1	11	12	1	19	68	9	31	51	0	-25	28

*Примечание.* В таблице используется показатель национальной капитализации, т.е. капитализации всех обращающихся (и имеющих рыночную оценку) на биржевом рынке акций (а не только акций, входящих в индекс РТС). В свою очередь, индекс РТС не только отражает изменение цен акций, входящих в список индекса, – он репрезентативен и по отношению к изменениям цен всех акций, представленных на бирже.

*Источник:* рассчитано по данным РТС и ЦРФР.

Таким образом, рост капитализации может происходить за счет:

- 1) повышения курсовой стоимости акций, происходящего в результате:
  - а) роста спроса, т.е. притока инвестиций в сектор рынка акций;
  - б) иных факторов (в том числе снижения предложения), не связанных с притоком дополнительных ресурсов в сектор рынка акций<sup>5</sup>;
- 2) увеличения количества обращающихся акций уже торгуемых компаний, при этом:
  - а) размещение новых акций происходит за деньги, т.е. сопровождается притоком инвестиций в сектор рынка акций;
  - б) размещение новых акций происходит среди существующих акционеров без их оплаты;
- 3) увеличения количества компаний, акции которых торгуются на бирже, при этом:
  - а) происходит размещение вновь выпущенных акций компаний, включаемых в лист, – в этом случае имеет место приток инвестиций в сектор рынка акций;
  - б) происходит продажа акционерами ранее выпущенных акций компаний, включаемых в лист, – в этом случае приток инвестиций в сектор рынка акций может иметь место только в части превышения цены продажи акции над ценой ее покупки прежним акционером.

При этом необходимо отметить, что наблюдаемой частью рынка акций является именно биржевой рынок, а неорганизованный (непубличный) рынок не является источником необходимой информации. Поэтому дать полностью адекватную оценку финансовых потоков данного сегмента рынка без введения в практику системы национальных счетов невозможно.

В ходе построения балансов теоретически возможны различные методы оценивания связи между разными секторами и инструментами. Так, наиболее

---

<sup>5</sup> Именно в этом варианте в наибольшей степени проявляет себя в реальных величинах влияние мирового финансового рынка на российский рынок акций. При повышении оценок так называемой справедливой, или фундаментальной, стоимости акций того или иного отраслевого сегмента мировой экономики такое повышение относится в том числе к акциям российских предприятий данной отрасли. В подобной ситуации даже если реальный дополнительный спрос на данные акции отсутствует, происходит ощутимое сокращение предложения акций данной отрасли на рынке, что ведет к повышению курсовой стоимости этих акций. Синхронность движения рынков акций разных стран, сложившаяся в ходе глобализации, теоретически позволяет изменять национальную капитализацию даже при полном отсутствии операций на национальном рынке акций.

известный широкому кругу профессионалов межотраслевой баланс построен на основе коэффициентов прямых затрат, определяющих количество одного товара, используемого для изготовления другого. С появлением коэффициентов прямых затрат ранее использовавшийся метод оценивания взаимосвязей, основанный на оценке потоков, был признан устаревшим для целей создания балансов индустриальной экономики.

Однако для построения финансовых балансов мы используем именно метод потоков, так как на финансовом рынке не выполняется целый ряд обязательных предпосылок использования коэффициентов прямых затрат или их аналогов. Прежде всего, коэффициенты прямых затрат (называемые также технологическими коэффициентами, что подчеркивает их связь с жесткими технологическими стандартами и нормами) используются в ситуации их очень высокой устойчивости во времени – более или менее заметное изменение технологических коэффициентов происходит только в результате массового применения достижений научно-технического прогресса, существенным образом меняющих технологию изготовления того или иного товара. На финансовом рынке для всех параметров взаимосвязей между инструментами и секторами характерна исключительно высокая (по сравнению с производственными технологиями) изменчивость в течение даже небольшого промежутка времени. В такой ситуации использование потоков (в данном случае – финансовых) является единственно возможным механизмом установления взаимосвязей между секторами и инструментами финансового рынка.

Теоретически единый (комплексный) финансовый баланс страны должен состоять из следующих балансов:

I. Балансы секторов.

- 1) Баланс сектора «Корпорации».
- 2) Баланс сектора «Население».
- 3) Баланс сектора «Государство».
- 4) Баланс сектора «Центральный банк».
- 5) Баланс сектора «Банки».
- 6) Баланс сектора «Внешний мир».

II. Балансы инструментов.

- 1) Баланс облигаций.
- 2) Баланс акций.
- 3) Баланс иных инструментов участия в капитале.

- 4) Баланс векселей и иных инструментов денежного рынка.
- 5) Баланс наличной иностранной валюты.
- 6) Баланс наличных рублей.
- 7) Баланс паев закрытых инвестиционных фондов недвижимости, ипотечных облигаций и иных инструментов секьюритизации недвижимости.
- 8) Баланс инструментов секьюритизации финансовых потоков.

Однако построить все эти балансы в настоящее время в российских условиях не представляется возможным. Поэтому в рамках настоящей работы мы ограничиваемся построением следующих балансов:

- 1) баланса сектора «Корпорации»;
- 2) баланса сектора «Население»;
- 3) баланса сектора «Государство»;
- 4) баланса сектора «Банки»;
- 5) баланса облигаций;
- 6) баланса наличной иностранной валюты;
- 7) баланса наличных рублей.

## **2. Трендовый прогноз развития экономики России до 2020 года – сбалансированный сценарий**

Создание прогноза развития финансового сектора России непосредственно связано с общим развитием отечественной экономики в текущем десятилетии. Динамика ВВП, доходов и расходов бюджета, населения и предприятий, структура платежного баланса формируют как ресурсы для развития финансового сектора, так и спрос на финансовые инструменты.

Официальный среднесрочный прогноз социально-экономического развития России (до 2020 и до 2030 гг.), периодически подготавливаемый Министерством экономического развития РФ, а также прогноз на следующие три календарных года являются основой для перспективного бюджетного планирования и формирования денежной политики ЦБ РФ. Официальные среднесрочные прогнозы достаточно неустойчивы, часто противоречивы, что крайне затрудняет построение относительно адекватного прогноза развития финансового сектора.

Между тем разработка различных сценариев развития российского финансового сектора непременно должна учитывать официальные прогнозы, поскольку именно на их основе строится перспективный бюджетный план и формируются ключевые параметры денежной программы. Такие показатели, как размер бюджетного дефицита и источники его финансирования, динамика денежного предложения, напрямую определяют состояние финансовых рынков.

Программа социально-экономического развития России до 2020 г. была утверждена Правительством РФ в октябре 2008 г. – соответственно, и официальный прогноз развития национальной экономики подготовлен тогда же. Пересмотренный прогноз МЭРа (представленный на сайте министерства) датируется февралем 2011 г. Последний прогноз развития экономики России до 2014 г., положенный в основу бюджетного планирования и разработки важнейших параметров денежно-кредитной политики, был представлен в сентябре 2011 г.

Относительно долгосрочного прогноза экономического развития России, опубликованного в феврале 2011 г., краткосрочный (на период до 2014 г.)



прогноз МЭР от августа 2011 г. видится как гораздо более оптимистичный как в части экзогенных показателей (прежде всего цены на нефть), так и позитивного их эффекта для динамики национальной экономики. Дополнительно, во всех прогнозах МЭРа в 2018 г. ожидается существенное снижение значений практически всех макроэкономических показателей с последующим их восстановлением. Не комментируя обоснованность таких ожиданий, отметим, что данное предположение (о неизбежном циклическом кризисе мировой экономики) крайне затрудняет разработку трендового прогноза.

Расчеты трендового прогноза развития российской экономики и ее финансового сектора предполагают сохранение темпов роста ВВП до 2020 г. в среднем на 3.9–4.0% в год. С одной стороны, это предположение достаточно оптимистично и базируется на соблюдении условий, приведенных ниже. С другой стороны, подобные оценки темпов роста означают отсутствие инвестиционных и инновационных «прорывов» в текущем десятилетии.

Финансовый рынок России, как и любой другой рынок, являясь важнейшей составной частью национальной социально-экономической системы, одновременно является и частью глобального финансового рынка, подчиняясь всеобщим тенденциям развития финансовых систем. Более того, специфика финансового рынка предполагает наивысший уровень глобализации финансового сектора по сравнению со всеми другими секторами экономики, обуславливая высокий уровень зависимости национальных финансовых рынков от развития глобального финансового рынка.

В связи с этим создание прогноза развития финансового сектора России также должно учитывать основные тенденции развития глобального финансового рынка. Наиболее же сильная тенденция последних 20–30 лет на нем – достаточно устойчивая и более высокая динамика емкости его основных секторов по сравнению с общеэкономической динамикой.

В основе опережающего развития финансового рынка по сравнению с экономикой в целом лежит совокупность причин, одновременно и одинаково направленно воздействующих на развитие финансовых рынков во всем мире. К таким причинам относятся следующие процессы:

- 1) Глобализация.
- 2) Секьюритизация.
- 3) Старение населения развитых стран.

4) Обесценение национальных валют («валютные войны»)<sup>6</sup>.

Экстремально быстрое увеличение емкости мирового рынка капитала может быть объяснено только при условии одновременного воздействия лежащих в основе этого явления факторов на обе стороны рыночных отношений – на спрос и на предложение. Процессы глобализации воздействуют на обе из указанных сторон; процессы секьюритизации – преимущественно на предложение финансовых инструментов; старение населения и «валютные войны» – на спрос на финансовые инструменты.

Увеличение емкости финансового рынка происходит прежде всего за счет расширения спроса на финансовые активы. Основными факторами такого расширения являются:

- развитие процессов глобализации, в результате чего снижаются межнациональные барьеры перетока капитала и сокращаются транзакционные издержки при осуществлении финансовых операций (в терминах платежных балансов это выражается в усилении трансграничных потоков капитала);
- опережающее развитие финансового рынка по сравнению с товарными рынками, отражающее глобальное перераспределение ресурсов в пользу финансового сектора (в терминах баланса национального дохода это выражается в ускоренном росте сбережений в финансовых активах по сравнению с ростом материальных запасов);
- появление большого количества сложных финансовых продуктов, позволяющих существенно увеличить леверидж, т.е., по сути дела, использовать один и тот же капитал многократно (в данном случае емкость того или иного сегмента финансового рынка максимально отклоняется от объема притока в него ресурсов).

Действие указанных факторов привело к существенному увеличению мирового инвестиционного потенциала, т.е. к приросту финансовых ресурсов, находящихся в распоряжении инвесторов. Именно этот прирост породил расширение спроса на финансовые инструменты.

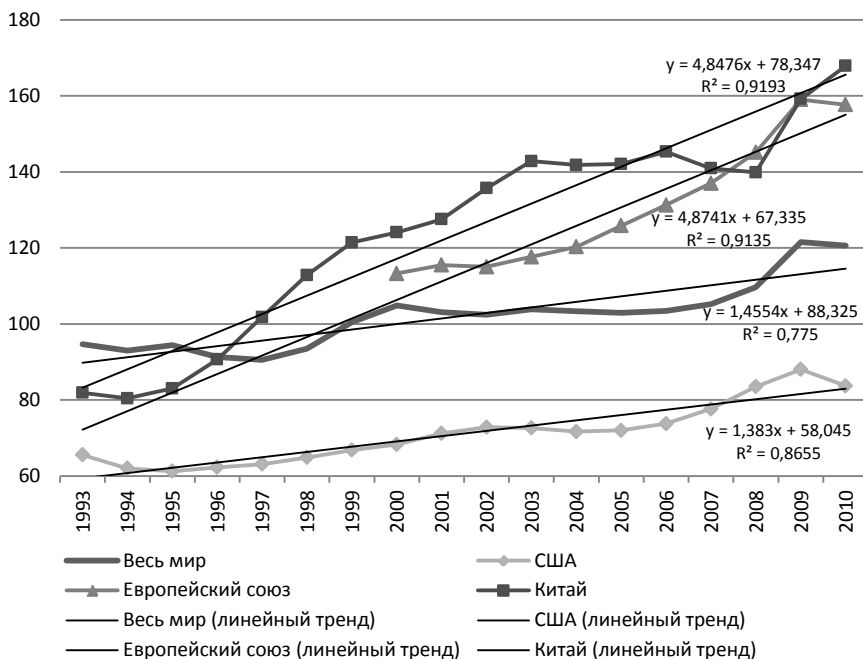
Расширение инвестиционного спроса тесно связано с политикой центральных банков крупнейших экономик мира. Их кредитно-денежная политика, сложившаяся за последние 50 лет, характеризуется повышенными (по сравнению с темпами роста реального сектора экономики) темпами роста

---

<sup>6</sup> Наличие «валютных войн» пока не получило эмпирического подтверждения, равно как и воздействие этого фактора на развитие финансовых рынков. Тем не менее учет данного фактора на уровне постановки проблемы необходим.

предложения денег (см. рис. 1). Однако было бы неправильно все сводить к эмиссионной активности крупнейших центральных банков – увеличение количества денег в обращении лишь обслуживает обозначенные выше процессы.

**Рис. 1. Монетизация различных экономик (отношение М2 к ВВП), в %**



Источник: рассчитано на основе базы данных МВФ – ВБ – ОЭСР.

Секьюритизация, понимаемая в широком смысле слова (не просто как отдельные превращения долговых отношений в долговые ценные бумаги, но как процесс в целом, в котором экономические отношения все в большей и большей степени опосредуются ценными бумагами), в течение последних 20 лет осуществляется весьма интенсивно на развитых рынках. Этот процесс является составной частью более обширного процесса – «финансизации» всей экономической жизни, обретения экономическими отношениями формы финансовых контрактов. Так, Всемирный банк констатирует «повышение

финансоемкости экономики», подчеркивая, что современный экономический прогресс носит более финансоемкий характер, чем представлялось в прошлом»<sup>7</sup>.

Вследствие секьюритизации та часть финансовых ресурсов, которая ранее тратилась на создание товарных запасов путем покупки реального товара, теперь инвестируется в товарные фьючерсы; та часть ресурсов, которая шла на покупку непубличных предприятий, теперь в значительной части формирует спрос на акции; та часть ресурсов, которая использовалась для выдачи ссуд, займов и кредитов, теперь идет на покупку облигаций.

Есть основания предполагать, что мировой рынок капитала в течение ближайших 10–20 лет продолжит находиться в состоянии опережающей динамики. Это состояние не было поколеблено так называемым «азиатским» кризисом 1997–1998 годов. В среднесрочной перспективе изменения в поведении ключевых индикаторов мирового рынка капитала и отдельных национальных рынков, вызванные этим кризисом, не вышли за пределы естественных колебаний тренда опережающего развития финансового сектора. Пока нельзя говорить об итоговых результатах воздействия на данный процесс кризисных явлений 2008–2011 годов, поскольку сейчас они еще до конца не преодолены<sup>8</sup>.

Существует довольно много исследовательских трудов, фундаментально обосновывающих устойчивость такого состояния мирового рынка в долгосрочной перспективе. В докладе OECD<sup>9</sup>, в частности, в качестве фундаментальной причины, обуславливающей устойчивость роста всех ценовых параметров мирового рынка капитала и расширения его инструментария, указывается старение населения развитых стран. В результате чего происходит увеличение мировых пенсионных резервов, которые инвестируются на глобальном рынке капитала. Такое увеличение, в свою очередь, приводит к постоянному превышению спроса на финансовые инструменты над их предложением в рамках мировой финансовой системы и, соответственно, к устойчивому росту и расширению мирового финансового рынка.

Старение населения развитых стран оказывает влияние на динамику финансовых рынков и финансовых активов различными путями. Во-первых,

---

<sup>7</sup> Финансирование роста. Выбор методов в изменчивом мире. – М.: Весь мир, 2002. С. 35.

<sup>8</sup> Пока можно говорить лишь о том, что отставание динамики емкости финансового рынка от общеэкономической динамики наблюдалось на рынке акций в 2008 г., а на рынке облигаций – в 2008 и 2010 гг.

<sup>9</sup> OECD. Financial Market Trends. Vol. 2006/1. No 90.

эффективное управление активами на финансовых рынках предполагает предвидение изменений в параметрах входящих и исходящих финансовых потоков пенсионных систем различного типа, являющихся следствием старения населения. Результатом такого предвидения становится увеличение объемов ресурсов, аккумулируемых в пенсионных системах развитых стран. Во-вторых, старение населения ведет к изменению экономического поведения самого населения, которое повышает уровень сбережений. Такое изменение происходит в основном вследствие повышения в структуре населения доли «первоклассных сберегателей», т.е. лиц, имеющих наибольшую норму сбережения среди всех возрастных групп. Кроме того, это изменение также отчасти объясняется осознанием представителями «предпенсионных» возрастов важности аккумулирования ресурсов в пенсионных системах (особенно в условиях развитых стран с характерной для них низкой рождаемостью). В результате происходит перераспределение совокупного дохода в пользу сбережений за счет относительного сокращения текущего потребления, что позитивно отражается на объеме ресурсов, поступающих на финансовые рынки.

Еще одним глобальным фактором, инициирующим увеличение спроса на финансовые инструменты, действие которого в той или иной форме наблюдается уже почти 40 лет и, по мнению отдельных исследователей, усиливается в результате кризиса 2008–2009 годов, является стремление правительств стран с крупнейшими экономиками к обесценению своих национальных валют. Усиление этого процесса в последние годы, как указывалось выше, даже получило наименование «валютных войн».

Национальные правительства крупнейших экономик мира с выходом процессов конкуренции на мировой уровень включились в них, повышая конкурентоспособность национальных производителей путем ослабления своих национальных валют. Снижение устойчивости национальных валют как результат «валютных войн» привело к существенному падению реальной доходности долговых финансовых инструментов, номинированных в этих валютах, и, соответственно, к необходимости их дополнения в портфелях глобальных инвесторов большим объемом инструментов, приносящих более высокую реальную доходность<sup>10</sup>. В качестве таких инструментов могут

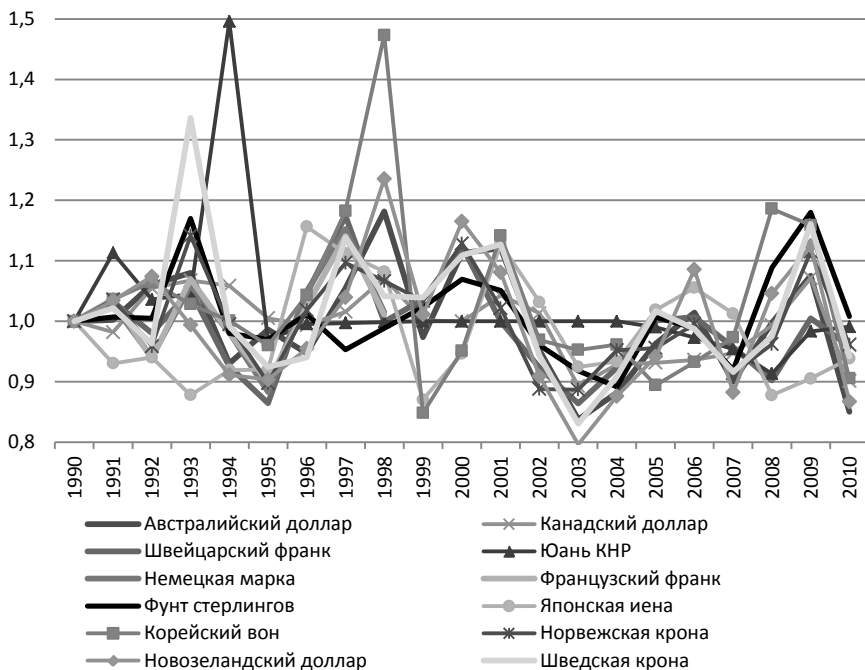
---

<sup>10</sup> Эффект «валютных войн» в определенном смысле иллюстрирует действие философского закона единства и борьбы противоположностей. Известно, что высокая инфляция, сопровождающая девальвацию национальной валюты, препятствует инвестициям. Однако «валютные войны» порождают повсеместный (глобальный) рост цен, что формирует противоположный эффект – усиление склонности к инвестированию в целях спасения от

выступать долевыми финансовыми инструментами и секьюритизированные (как правило, посредством производных финансовых инструментов) товарные запасы.

Следует подчеркнуть, что мы говорим именно о стремлении правительств стран с крупнейшими экономиками к обесценению своих национальных валют, а не о реальном серьезном обесценении валют по отношению друг к другу. Напротив, «валютные войны» в конечном итоге приводят к воспроизведению курсов валют по отношению друг к другу примерно на тех же уровнях, что и раньше (см. рис. 2 и 3).

**Рис. 2. Динамика курсов мировых валют к доллару США (1990=1)**

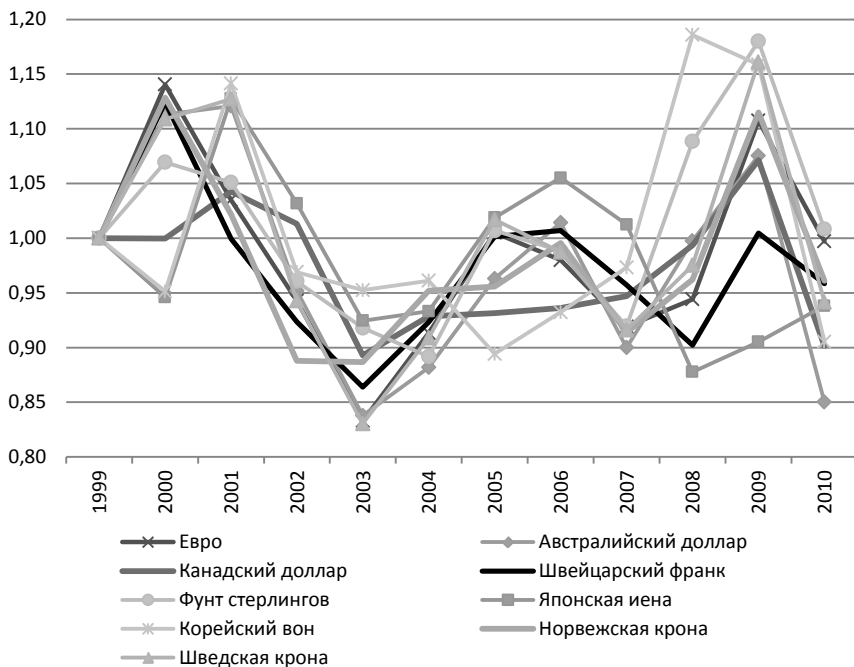


Источник: рассчитано на основе базы данных МВФ – ВБ – ОЭСР.

инфляции. При этом рост цен подталкивает к более активному инвестированию в товарные запасы.

Поочередное снижение курсов валют не приводит к кардинальным изменениям самих валютных курсов, однако этот процесс естественным образом ведет к увеличению товарных цен; так, в последние годы мир был свидетелем весьма интенсивного роста цен на сельскохозяйственные товары, на нефть, золото, несколько ранее – на сталь, цемент и цветные металлы. Более того, стремление правительств к девальвации своих валют в условиях глобализирующегося мира ведет к повышению синхронности движения валют различных стран и к сокращению диапазона колебаний их курсов относительно ведущей мировой валюты – доллара США. Сравнение приводимых здесь рисунков показывает, что в 2000-е годы по сравнению с 90-ми годами прошлого века повысилась именно синхронность движения курсов валют, а амплитуда их колебаний снизилась.

**Рис. 3. Динамика курсов мировых валют к доллару США (1999=1)**



Источник: рассчитано на основе базы данных МВФ – ВБ – ОЭСР.

«Валютные войны» активно стимулируют мировых инвесторов к поиску инструментов преодоления эффекта обесценения национальных валют в целях сохранения реальной стоимости капитала. Это объективно увеличивает спрос на финансовые активы, продолжая поддерживать мировой финансовый рынок в состоянии «большого взрыва». Увеличение спроса, в свою очередь, ведет как к росту цен на инструменты, используемые в качестве инвестиционных (в первую очередь на биржевые товары), так и к усилению многообразия и объема выпускаемых финансовых инструментов, связанному с необходимостью соответствовать выросшему спросу на них.

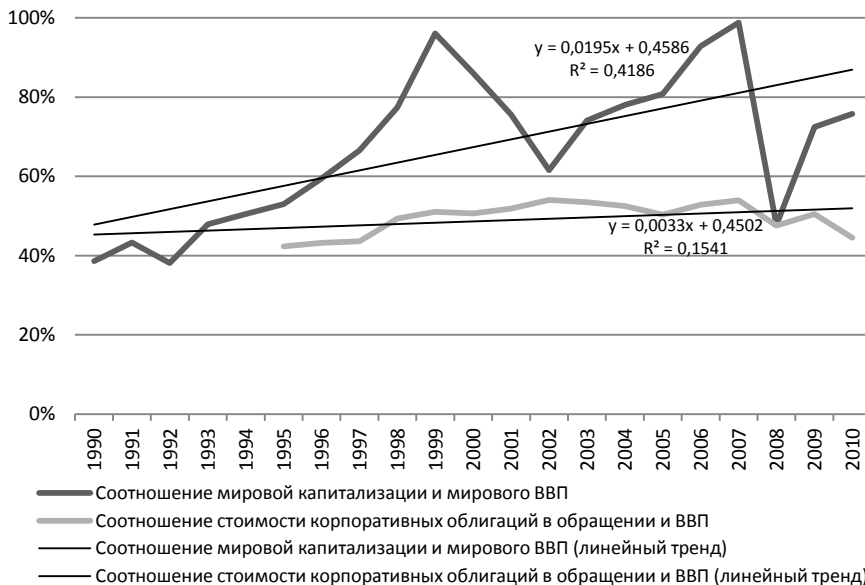
Кроме того, «валютные войны» в определенной степени замещают сокращение интенсивности действия фактора старения населения (в США), поддерживая спрос на финансовые активы на постоянно растущем тренде. Вместе с тем следует отметить, что стремление к обесценению национальных валют ведет также и к снижению инвестиционной привлекательности инструментов, номинированных в этих валютах. Данное обстоятельство перенаправляет спрос инвесторов в сектора рынка, которые предполагают учет не только национальной принадлежности финансового актива (и, соответственно, риска обесценения национальной валюты, в которой номинирован актив), но и фактора наличия реальных активов, стоящих за финансовым активом (или лежащих в основе финансового актива, т.е. являющихся базисным активом по отношению к финансовому активу).

Остается не до конца исследованным вопрос о том, каким образом «валютные войны» влияют на интенсивность трансграничных потоков капитала. С одной стороны, стремление к обесценению национальной валюты стимулирует арбитражные операции, что, в свою очередь, должно находить отражение в расширении трансграничных потоков капитала. С другой стороны, сокращение амплитуды колебаний валютных курсов, наблюдаемое в реальности, влечет за собой снижение нормы прибыли таких арбитражных операций, что может действовать как фактор сокращения трансграничных потоков капитала.

Опережающая динамика мирового финансового рынка по сравнению с динамикой мировой экономики, в совокупности с высокой степенью вовлеченности российского финансового рынка в мировой финансовый рынок, в среднесрочной перспективе обуславливает наличие устойчивой «нижней границы» динамики основных секторов национального финансового рынка. Количественные оценки минимальных темпов роста финансового рынка могут быть получены из анализа соотношения между показателями емкости основных секторов мирового финансового рынка и мировым ВВП (см. рис. 4).



**Рис. 4. Динамика мирового рынка акций и мирового рынка внутренних корпоративных облигаций в сравнении с динамикой мирового ВВП (1990–2010 гг.), в %**



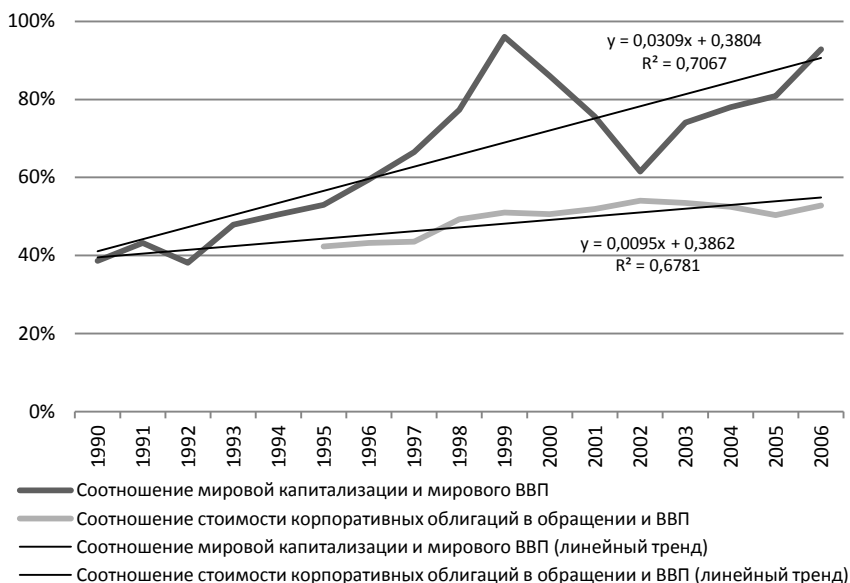
*Примечание.* В качестве мировой капитализации принимается значение суммарной капитализации 48 крупнейших национальных рынков акций, по которым данные доступны в течение, как минимум, половины временного отрезка. В качестве мировой стоимости корпоративных облигаций в обращении принимается суммарная стоимость в обращении внутренних корпоративных облигаций 35 крупнейших национальных рынков.

*Источник:* рассчитано по данным Всемирного банка (ВВП), Всемирной федерации бирж (капитализация), Банка международных расчетов (стоимость облигаций в обращении).

Однако, как можно заметить, показатели устойчивости связи (объясняемости; качества оценивания) на рассматриваемом временном отрезке неудовлетворительны, что не позволяет использовать полученные количественные оценки в целях прогнозирования. Кризис, начавшийся в 2008 г., существенно затруднил развитие финансовых рынков, и соответствующие значения, относящиеся к 2007 и 2008 гг., являются в определенном смысле маргинальными по отношению к предыдущей истории наблюдений. Поэтому для того, чтобы определить параметры соотношений с показателями устойчивой связи (соотношений с высокой объясняемостью),

мы «отсекаем хвост» и оцениваем данные параметры на основании периода 1990–2006 гг. В течение этого периода соотношение между динамикой роста основных секторов финансового рынка и динамикой ВВП было приемлемо устойчивым<sup>11</sup> (см. рис. 5).

**Рис. 5. Динамика мирового рынка акций и мирового рынка внутренних корпоративных облигаций в сравнении с динамикой мирового ВВП (1990–2006 гг.), в %**



*Примечание.* В качестве мировой капитализации принимается значение суммарной капитализации 48 крупнейших национальных рынков акций, по которым данные доступны в течение, как минимум, половины временного отрезка. В качестве мировой стоимости корпоративных облигаций в обращении принимается суммарная стоимость в обращении внутренних корпоративных облигаций 35 крупнейших национальных рынков.

*Источник:* рассчитано по данным Всемирного банка (ВВП), Всемирной федерации бирж (капитализация), Банка международных расчетов (стоимость облигаций в обращении).

<sup>11</sup> Отсечение данных за 2007–2010 гг. позволит нивелировать еще два момента, отрицательно влияющих на адекватность параметров. Во-первых, с 2007 г. существенно увеличивается количество национальных рынков с высоковолатильным показателем капитализации (таких, как Саудовская Аравия, Египет и т.д.), которые мы не учитываем при расчете мировой капитализации. Во-вторых, начиная с 2006 г. Банк международных расчетов перестает учитывать целый ряд внутренних рынков корпоративных облигаций (Чили, Венгрия, Филиппины, Тайвань, Колумбия, Исландия).

Именно уравнения регрессии, представленные на рис. 5, мы будем далее использовать для описания минимальных темпов роста аналогичных секторов российского финансового рынка в прогнозируемом периоде. Следует отметить, что такой подход является достаточно консервативным, так как Россия относится к категории стран с развивающимися финансовыми рынками, которые характеризуются более высокой динамикой развития, чем мировой финансовый рынок в среднем.

### ***Институциональные условия***

В прогнозе предполагается сохранение текущих институциональных условий – по крайней мере, их неухудшение. Данное предположение определяется состоянием бизнес-климата в стране и включает:

- отсутствие масштабного притока иностранных инвестиций (в том числе прямых), равно как и обвального бегства капитала;
- сохранение сравнительно невысокой инвестиционной активности;
- сохранение существующей неоптимальной структуры иностранных инвестиций, характеризующейся низкой долей прямых иностранных инвестиций и высокой долей прочих (долговых) инвестиций ввиду неблагоприятного инвестиционного климата;
- сохранение прежней модели роста (за счет спроса) и реакции субъектов хозяйственной деятельности на расширение внутреннего спроса в пропорции, устойчивой в прошедшем десятилетии: 55% (рост цен), 25% (рост импорта), 20% (реальный рост производства);
- сохранение инфляции на умеренно высоком уровне (6–7% в год) в силу действия институциональных факторов.

### ***Внешние условия***

Внешние условия построения прогноза предполагают:

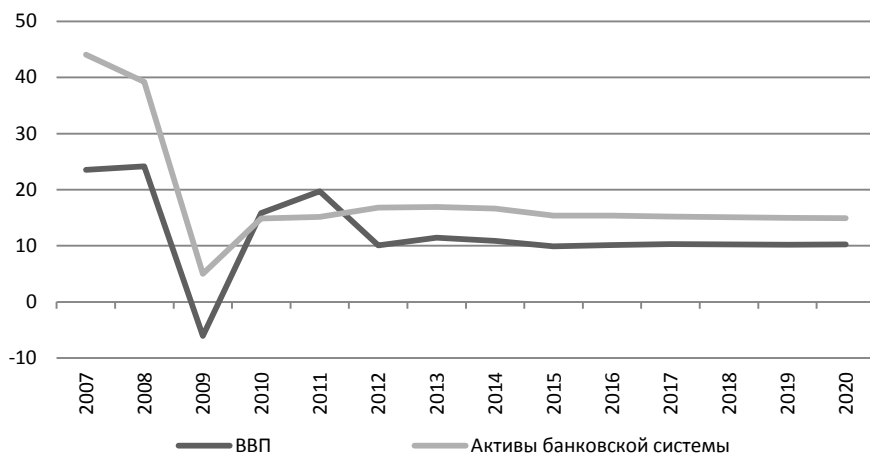
- сохранение сравнительно высоких цен на нефть – нисходящий тренд 95 долл./барр. в текущих ценах;
- рост мировой экономики, обеспечивающий достаточно умеренный реальный прирост российского экспорта – порядка 1,5% в год;
- сохранение опережающего развития мирового финансового рынка по сравнению с мировой общеэкономической динамикой;
- отсутствие значительных ограничений в привлечении институциональными агентами внешнего финансирования, равно как и причин для его резкого сокращения.

## Параметры сбалансированного развития финансового сектора

### Банковский сектор

Основным параметром сбалансированного сценария выступает примерное соответствие темпов роста активов банковской системы и номинального ВВП с незначительным опережением темпами роста банковской системы общеэкономической динамики (см. рис. 6). Номинальный ВВП аккумулирует как реальные темпы роста экономики, так и инфляцию. Данное ограничение позволяет избежать структурных и системных диспропорций на прогнозируемом периоде.

**Рис. 6. Темпы роста номинального ВВП и активов банковской системы, в %**



Источник: Росстат, ЦБ РФ, прогноз авторов.

Отметим, что вариант, связанный с возможным ростом иностранного участия в российской банковской системе, скорее соответствует «шоковому» сценарию (нежели форсированному росту), поскольку, с точки зрения институциональных балансов, он определяет приток иностранных инвестиций по счету капитала.

## Рынок акций

Сбалансированность развития рынка акций оценить наиболее сложно, поскольку, как отмечалось выше, емкость этого сектора не зависит жестко от притока в него капитала. Вместе с тем в данной области сделаны определенные наработки, на которые можно опереться. В докладе «Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года)»<sup>12</sup> (далее – «Идеальная модель») было установлено, что оптимальной траекторией роста капитализации будет незначительное, но устойчивое превышение темпов роста капитализации над темпами роста ВВП. Анализ длинных (до 50 лет) рядов соотношений капитализации и ВВП по развитым странам, а также 20-летних рядов по крупным развивающимся рынкам (включая Гонконг, который с определенного момента стал классифицироваться как развитый рынок) позволил сделать следующие выводы.

С определенного момента развития национального рынка наиболее успешные его варианты предполагали почти полное (в долгосрочном периоде) соответствие темпов роста фондовых индексов и ВВП (за последние 30 лет расхождение по 10 крупнейшим рынкам, избежавшим крупных кризисов, находилось здесь в диапазоне от -9 до +6%). За последние 10 лет (1996–2006 гг.) по 8 развитым рынкам и 2 «старым» развивающимся опережение темпами прироста капитализации темпов прироста фондовых индексов уложилось в крайне узкий диапазон от -3,9 до +3,2%, при этом отрицательных значений было всего два. За исключением этих двух случаев все значения опережений уложились в диапазон от +0,1 до +3,2% (подчеркнем, что это не среднегодовые значения, а значения опережения за 10 лет). Соответственно, *для устойчивого развития темп роста капитализации должен опережать темп роста ВВП лишь на величину капитализации вновь выходящих на рынок компаний.* Это и есть главный вывод проведенного исследования в части оптимальных темпов роста капитализации.

Россия пока не достигла такого уровня развития (российские активы остаются недооцененными), как проанализированные наиболее успешные (в плане отсутствия кризисов) и, следовательно, наиболее устойчивые рынки.

---

<sup>12</sup> Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года). – М.: НАУФОР, 2008.

Однако российский рынок капитала постепенно приближается к размеру наиболее крупных и наиболее успешных рынков, поэтому теоретически оптимальная траектория темпов роста капитализации для России – это ежегодное превышение темпами роста капитализации темпов роста ВВП на несколько процентов с минимальным разбросом значений.

Кризис 2008 года внес существенные коррективы в количественные параметры прогнозных трендов (при этом не столь сильно в параметры прогнозной капитализации, сколько в прогноз номинального ВВП и валютного курса), поэтому траектории роста капитализации, взятые из «Идеальной модели», сейчас уже не могут восприниматься как «идеальные». Кроме того, вследствие существенного снижения капитализации в период 2008–2010 гг. возникла проблема «негладкого выхода» на траекторию прогнозного тренда от последних фактических значений 2010 г. (такая же проблема будет существовать и при привязке прогнозного тренда к точке реальных значений на конец 2011 г.). Поэтому оптимальная траектория значений капитализации, основанная на траектории «Идеальной модели», была несколько снижена за счет привязки к реальному значению капитализации на конец 2010 г. и ее прогнозной части за пределами 2010 г.

Достаточно вероятные прогнозные значения капитализации содержатся и в «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года» (далее – Стратегия). На момент разработки Стратегии, учитывающей прогнозные оценки ВВП, инфляции и валютного курса, существовавшие в тот момент, прогнозные (именуемые, впрочем, целевыми) значения капитализации, выраженные в абсолютных цифрах и в процентах к ВВП, совпадали. Но на данный момент эти значения стали фактически двумя разными прогнозными значениями. Мы использовали прогноз капитализации в абсолютных цифрах как верхнюю границу диапазона возможных значений капитализации на период до 2020 г.

Таким образом, получился следующий набор прогнозных трендов капитализации (см. рис. 7):

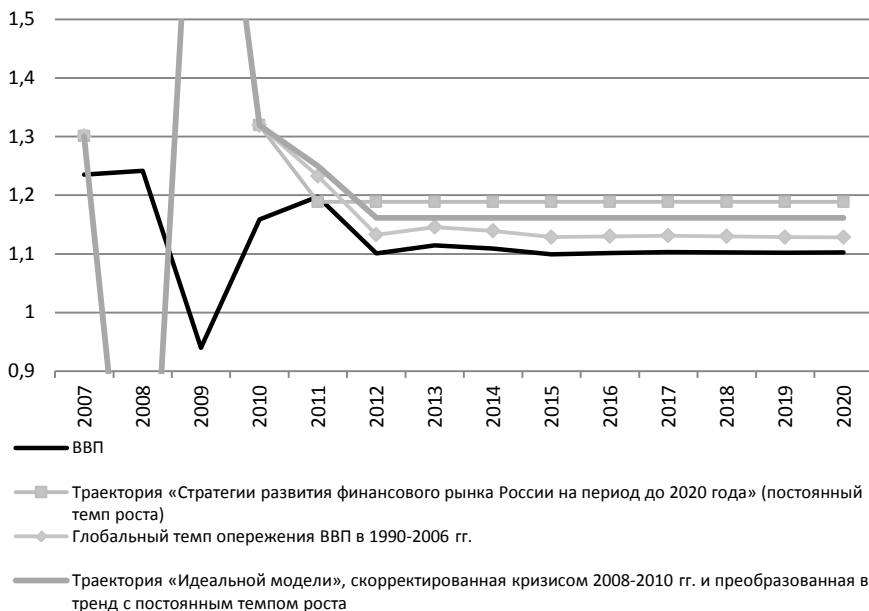
- предполагающий рост капитализации с темпами, соответствующими общемировым темпам роста капитализации за период 1990–2006 гг. (мы одновременно предполагаем, что эти темпы превышают темпы роста ВВП примерно на темпы роста капитализации вновь выходящих на рынок компаний, в то время как фондовые индексы двигаются синхронно с ВВП);

- предполагающий рост капитализации по траектории «Идеальной модели», скорректированной фактором кризиса 2008–2010 годов;
- предполагающий рост капитализации по траектории Стратегии.

Первые два тренда с большей вероятностью связаны со сбалансированным развитием финансового рынка, в то время как последний тренд достигим при условии существенного увеличения притока в страну иностранного капитала.

Следует отметить, что целевые показатели Стратегии разрабатывались с учетом требований о сбалансированности рынка акций и о приоритете устойчивости этого рынка перед максимизацией роста. Поэтому целевой показатель капитализации на 2020 г., выраженный в процентах к ВВП, составляет 104%, отражая ориентацию на рынки с наиболее устойчивой динамикой развития рынка акций. Среди траекторий, включенных в рис. 7, ближе всего к этому значению значение 2020 г. скорректированной траектории «Идеальной модели» (110,9%).

**Рис. 7. Прогнозные темпы роста капитализации по наиболее вероятным трендам в сравнении с темпами роста номинального ВВП**



Источник: расчеты авторов.

Траектория, заложенная в Стратегии, в сложившихся условиях задает «верхний предел» темпов роста капитализации. Траектория, получаемая в результате наложения на темп роста ВВП стандартного опережения роста капитализации на глобальном уровне, задает «нижнюю границу» диапазона возможных прогнозных значений темпов роста капитализации на период до 2020 г. В рамках этих границ находится лишь траектория роста капитализации, изначально описанная в «Идеальной модели», но скорректированная изменением тренда в течение кризиса 2008–2010 годов и преобразованная в тренд с постоянным темпом роста. Учитывая, что данная траектория изначально строилась исходя из предположения о сохранении и укреплении конкурентоспособности национального финансового рынка, а предположение настоящей работы – сохранение «статус-кво», не предусматривающее улучшения инвестиционного климата и, соответственно, повышения конкурентоспособности российского финансового рынка, то реально возможный диапазон прогнозных значений темпов роста капитализации находится между этой траекторией и траекторией «стандартного опережения ВВП».

## **Рынок корпоративных облигаций**

При расчете прогнозных значений темпов роста стоимости корпоративных облигаций в обращении нами изначально анализировались следующие сценарии:

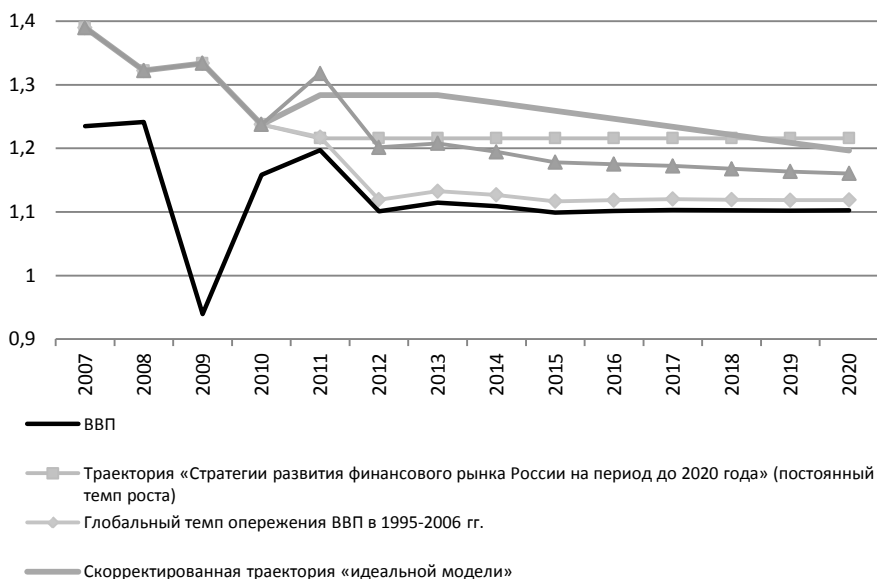
- инерционный прогноз, основанный на продлении линейного тренда 2000–2010 гг.;
- две траектории «Идеальной модели» (наиболее и наименее оптимистичные);
- две траектории, заданные целевыми значениями «Стратегии развития финансового рынка России на период до 2020 года», выраженными в абсолютных цифрах (линейный тренд и тренд с постоянным темпом роста);
- две траектории, заданные целевыми значениями Стратегии, выраженными в процентах к ВВП (линейный тренд и тренд с постоянным темпом роста);
- два тренда, формируемые стандартным глобальным опережением роста емкости рынка корпоративных облигаций по сравнению с ростом ВВП (построенные на основе диапазона с 1995 по 2010 гг. и на основе диапазона с 1995 по 2006 гг.);



- скорректированная менее оптимистичная траектория «Идеальной модели» (в связи с изменением курса рубля начиная с 2008 г., а также в связи с более поздней сменой экспоненциального тренда линейным).

Из этих траекторий наиболее вероятные сценарии представлены на рис. 8.

**Рис. 8. Прогнозные темпы роста стоимости корпоративных облигаций в обращении по наиболее вероятным трендам в сравнении с темпами роста номинального ВВП**



Источник: расчеты авторов.

Предварительные оценки итогов 2011 г. показывают, что максимально близкими к фактическим данным оказались прогнозные значения (в абсолютных цифрах) траектории Стратегии (постоянный темп роста) и глобального темпа опережения стоимости корпоративных облигаций по сравнению с темпом роста ВВП.

### ***Дополнительные параметры развития финансового сектора***

- 1) Доля наличных денег в совокупной денежной массе будет последовательно снижаться с 25% в 2011 г. до 17% в 2020 г. Данное предположение весьма консервативно (по этому показателю Россия все равно будет обгонять практически все развивающиеся страны и значительно опережать все экономически развитые). Тем не менее расширение спектра банковских услуг будет содействовать увеличению объемов безналичных расчетов физических лиц и обусловит некоторый рост денежного мультипликатора.
- 2) Бюджет в текущем десятилетии будет относительно сбалансированным, не предполагающим значительного дефицита (не более 1%) и будет финансироваться из внутренних источников. В результате государственный внутренний долг возрастет к 2020 г. с 7 до 10% ВВП, тогда как внешний государственный долг снизится с 2,5 до 1,2% ВВП. Рост внутреннего государственного долга выглядит вполне обоснованным с учетом необходимости развития рынка государственных облигаций.
- 3) Сохранение нефтяных цен на достаточно высоком уровне предполагает поддержку положительного сальдо торгового баланса. Естественно, что в таких условиях реальный курс рубля будет оставаться стабильным с тенденцией к повышению, что будет стимулировать импорт. Предполагается, что реальный курс рубля будет возрастать незначительно, что, с одной стороны, предотвратит снижение сальдо счета по текущим операциям (напрямую провоцирующее нестабильность), с другой стороны, в определенной мере выступит «инфляционным якорем».

### ***Структурные показатели развития банковского сектора***

- 1) Соотношение «кредиты/депозиты» нефинансового сектора не превышает 100%.
- 2) Соотношение «кредиты/депозиты» населения находится в интервале 40–50%.

### **3. Долгосрочный прогноз развития финансовых рынков РФ**

Подход к прогнозированию развития российских финансовых рынков на средне- и долгосрочную перспективу, основанный лишь на расчете объемных показателей его отдельных сегментов, не может быть признан удовлетворительным. При расчете основных показателей отдельных сегментов финансового рынка необходимо руководствоваться не только предположениями о некоем трендовом росте предложения определенного финансового инструмента со стороны эмитентов, но и оценками спроса на него со стороны инвесторов.

Прогноз развития российских финансовых рынков до 2020 г. непосредственно связан с оценками как ключевых макроэкономических показателей, так и развития денежной сферы и банковского сектора. Динамика ВВП определяет формирование сбережений в экономике, которые служат одним из источников инвестиций на финансовых рынках. Другим источником выступают внешние ресурсы, отражающиеся на капитальном счете платежного баланса. Поступление внешних ресурсов на национальный финансовый рынок в значительной мере определяется как динамикой национального ВВП, так и темпами роста емкости глобального финансового рынка. Динамика ВВП диктует и спрос на инструменты финансового рынка, ресурсы от эмиссии которых направляются на финансирование инвестиций и текущей производственной деятельности.

Параметры денежной сферы – в частности, уровень инфляции, процентные ставки и курс рубля – формируют склонность институциональных агентов к сбережению, а также, в значительной степени, и направления инвестирования средств. Заметную роль в развитии финансовых рынков играет национальная банковская система, которая, с одной стороны, аккумулирует сбережения нефинансового сектора, а с другой – инвестирует в различные финансовые инструменты.

Таким образом, можно выделить два важнейших экзогенных фактора, от которых зависят прогнозные параметры финансового рынка, – размер ВВП и состояние глобального финансового рынка.

## Ресурсы для финансовых рынков

Принципиально важным моментом в разработке прогноза развития российских финансовых рынков является оценка финансовых ресурсов, которыми располагает экономика для инвестирования в различные финансовые инструменты. Этот объем в каждом исследуемом году (если в качестве шага моделирования избран календарный год) определяет потенциальный совокупный конечный спрос на весь спектр финансовых инструментов.

Важнейшим показателем, в зависимости от которого формируется объем располагаемых финансовых ресурсов в национальной экономике, выступает валовой располагаемый доход (gross disposable income – GDI), который рассчитывается как произведенный ВВП и сальдо инвестиционных доходов, оплаты труда и текущих трансфертов с внешним миром. Данный показатель аккумулирует в себе ресурсы национальной экономики, которые могут быть потрачены на конечное потребление и сбережения. Валовой располагаемый доход за вычетом конечного потребления формирует валовое сбережение национальной экономики, которое совместно с объемом средств, привлеченных от внешнего мира, составляет объем ресурсов, потенциально предназначенных для инвестирования в финансовые инструменты (см. табл. 2).

**Таблица 2. Оценка располагаемого объема ресурсов российской экономики для инвестирования в финансовые инструменты**

	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
<b>Млрд. руб.</b>						
ВВП	26 917	33 248	41 277	38 786	44 939	53 808
Сальдо инвестиционных доходов	-687	-599	-865	-997	-1218	-1388
Сальдо оплаты труда и текущих трансфертов	-161	-277	-426	-372	-368	-418
Валовой располагаемый доход	26 069	32 371	39 986	37 418	43 353	52 002
Конечное потребление	17 810	21 969	27 544	29 351	32 070	35 934
Валовое сбережение	8260	10 403	12 443	8067	11 283	16 068
Привлечение от внешнего мира	1853	5318	2490	202	1336	2126
<b>Итого ресурсов</b>	<b>10 112</b>	<b>15 816</b>	<b>15 005</b>	<b>8312</b>	<b>12 675</b>	<b>18 262</b>
<b>В % ВВП</b>						
Валовое сбережение	31	31	30	21	25	30
Привлечение от внешнего мира	7	16	6	1	3	4
<b>Итого ресурсов</b>	<b>38</b>	<b>48</b>	<b>36</b>	<b>21</b>	<b>28</b>	<b>34</b>

Источник: расчеты авторов, данные Росстата и ЦБ РФ.

Как видно из приведенной таблицы, ресурсы для инвестирования в финансовые инструменты формируются национальной экономикой и привлечением внешних средств. Внешние ресурсы на российских финансовых рынках были значительны в предкризисные годы, равно как и внутренние сбережения. После кризиса совокупный объем ресурсов для инвестирования сократился на 20 п.п. ВВП (2007 г. по отношению к 2010 г.), что, со всей очевидностью, объясняет текущее состояние как российской банковской системы, так и отечественных финансовых рынков. В конечном итоге именно сокращение объема располагаемых ресурсов в национальной экономике для инвестирования в финансовые инструменты и вызвало стратегическое ухудшение состояния российских финансовых рынков.

Внутренние ресурсы формируются в виде сбережений экономических агентов. Прирост совокупных ресурсов складывается из сбережений населения (около 15% от располагаемых доходов населения<sup>13</sup>), прибыли нефинансовых предприятий и средств банковской системы (прироста собственных средств, а также ресурсов, привлеченных от бюджета и ЦБ РФ). В случае профицита государственного бюджета прирост внутренних ресурсов состоит из средств, размещенных в банковской системе; в случае их размещения за рубежом в различных фондах, а также на счетах ЦБ РФ прирост внутренних ресурсов имеет вид вычета из располагаемых ресурсов.

Располагаемые сбережения в экономике (внутренние и внешние) могут направляться на финансовые рынки через небанковские организации-посредники и опосредованно – через банковскую систему. Небанковские организации представлены институтами коллективного инвестирования, пенсионными фондами, а также финансовыми посредниками – профессиональными участниками рынка ценных бумаг (брокерами, дилерами, управляющими ценными бумагами), управляющими и страховыми компаниями. В случае с банковской системой предполагается размещение сбережений на банковских депозитах. Банковская система размещает часть активов на финансовых рынках в виде вложений в ценные бумаги и участия в капитале. За последнее десятилетие вложения российского банковского сектора в ценные бумаги и его участие в капитале составляли 11–21% от совокупных банковских активов.

---

<sup>13</sup> За период 1999–2008 гг. они в среднем составляли 14,7%; минимальное значение – 14,3%, максимальное – 20,9%.

## Конкуренция между финансовыми инструментами

Располагаемые сбережения в экономике распределяются между различными финансовыми инструментами. Решения о таком распределении зависят от множества факторов – макропоказателей, параметров состояния финансовой сферы, рисков, ожиданий и проч. При этом отметим, что интенсивное развитие одного из инструментов оказывает депрессивное воздействие на другие. Например, расширение сегментов инфляционных и девальвационных инструментов увеличивает спрос на инструменты, номинированные в иностранной валюте (включая и наличную иностранную валюту); при этом рост объема покупок наличной иностранной валюты, а также ценных бумаг нерезидентов провоцирует валовой отток капитала из России, что снижает объем финансовых ресурсов в национальной экономике.

Далее, с точки зрения банковских инвестиций кредиты вступают в противоречие с вложениями в ценные бумаги. Кредиты (даже при сопоставимой доходности с ценными бумагами) более привлекательны по сравнению с облигациями для банков, ориентированных на предоставление комплексных банковских услуг. В пользу облигаций выступает их ликвидность, в пользу кредитов – косвенные преимущества (открытие расчетных счетов в банке и сохранение на них части средств кредита, обслуживание сотрудников кредитуемой организации и проч.). Интенсивный рост кредитования в 2006–2008 гг. привел к резкому снижению доли ценных бумаг в активах российской банковской системы. Вместе с тем для ряда банков, особенно мелких, покупка облигаций более выгодна по сравнению с выдачей кредита вследствие сокращения при этом расходов на анализ финансового положения заемщика и иных сопутствующих затрат. Это порождает отказ ряда банков от выполнения традиционных банковских функций и приближает их деятельность к инвестиционной (деятельности инвестиционных фондов).

Активное участие коммерческих банков в операциях на рынке корпоративных облигаций, кроме обеспечения существенной доли инвестиционного спроса, содержит в себе также ряд дополнительных рисков, и инвестиции банков в корпоративные облигации ведут к распространению облигационных рисков на банковский сектор, так же как и риски, возникшие в рамках последнего, транслируются на небанковские сектора финансового рынка. Кроме того, коммерческие банки активно выполняют функции организаторов облигационных займов (лид-менеджеров, консорциумов, андеррайтеров). Преобладание в числе лидеров инвестиционно-банковского бизнеса, осуществляемого на облигационном рынке, коммерческих банков

формирует дополнительный канал трансляции рисков через рынок корпоративных облигаций. Наряду с проблемой распространения рисков возникает проблема их концентрации в случае совмещения функций кредитования определенного заемщика с функциями организатора размещения облигаций того же заемщика<sup>14</sup>.

Существует и конкуренция между долговыми ценными бумагами. Федеральные облигации обладают наименьшими рисками и наибольшей ликвидностью. В предкризисные годы государственный бюджет сводился с профицитом, что привело к стагнации рынка федеральных облигаций и фактически «открыло окно» для развития сегмента корпоративных облигаций. Однако в текущем десятилетии планируется достаточно масштабное развитие рынка внутреннего федерального долга, что резко ограничит ресурсы для развития сегмента корпоративных ценных бумаг. Конкуренция между финансовыми инструментами за ресурсы представляет собой принципиально важный фактор, определяющий параметры прогноза развития российских финансовых рынков до 2020 г.

Следует указать на наличие как позитивных, так и негативных последствий интенсивного развития рынка внутреннего федерального долга. К позитивным последствиям, как на уровне всего финансового рынка, так и на уровне народного хозяйства в целом, следует отнести появление устойчивых значений ставок процента по всей временной структуре выпускаемых государственных облигаций, являющихся основой для формирования полной структуры процентных ставок в экономике. Для государственного сектора экономики в целом в качестве позитивного обстоятельства выступает при этом и собственно приток средств в него. Основное негативное последствие интенсивного развития рынка внутреннего федерального долга и для народного хозяйства, и для сектора корпораций – появление так называемого «эффекта вытеснения».

«Эффект вытеснения» (crowding-out effect) возникает как следствие увеличения, особенно резкого, предложения государственных ценных бумаг и часто приводит к перераспределению в их пользу объемов привлеченных

---

<sup>14</sup> Рассмотрим это на следующем примере. Коммерческий банк «X» выдал кредит нефинансовому предприятию «Y» на 1 год на сумму 1 млрд. руб. Через год «Y» заявило о невозможности погасить кредит в срок и попросило отсрочку платежа сроком на 3 месяца. Банк «X» согласился с этим предложением заемщика при условии подписания с ним договора об андеррайтинге облигаций, проспект эмиссии которых «Y» обязуется зарегистрировать в течение двух месяцев. Через три месяца облигации посредством банка «X» как андеррайтера размещаются на рынке. В результате низкокачественные обязательства оказываются переложены на инвесторов рынка корпоративных облигаций и качество кредитов в банковском секторе улучшилось, но качество облигаций в секторе рынка ценных бумаг – ухудшилось.

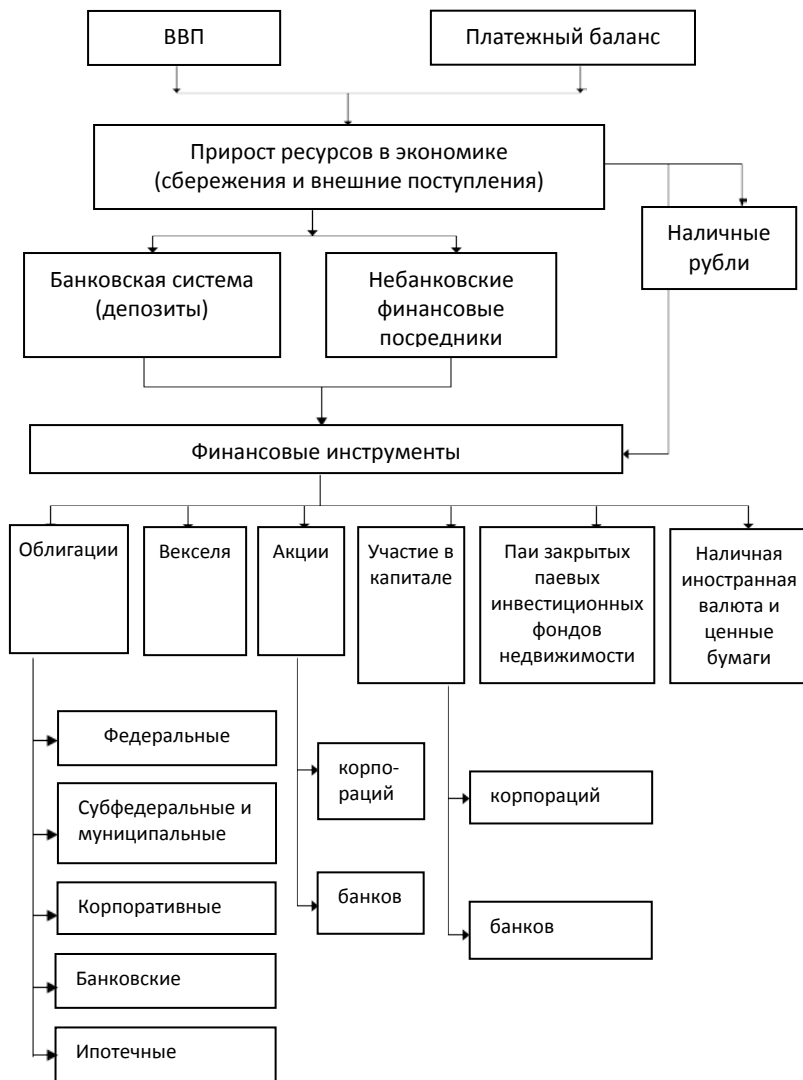
инвестиций за счет сокращения на рынке доли корпоративных облигаций. Этот эффект угнетающе воздействует на развитие сегмента корпоративных ценных бумаг и крайне неблагоприятно сказывается на возможности предприятий реального сектора привлекать инвестиции и на нем, и на кредитном рынке. Для предотвращения актуализации «эффекта вытеснения» (как для снижения риска последующего обвала рынка гособлигаций, так и для сохранения существующих возможностей привлечения инвестиций предприятиями реального сектора экономики) требуется разработка действенных механизмов, нивелирующих негативные последствия процесса увеличения объема государственных ценных бумаг в обращении.

Все финансовые инструменты по сути представляют собой альтернативные варианты каналов перетока ресурсов (внутренних сбережений и внешних поступлений) в производство (в широком смысле).

Роль и место финансовых инструментов в процессе формирования и распределения финансовых ресурсов в экономике представлены на приведенной схеме.



### Формирование ресурсов в экономике и их распределение между финансовыми инструментами



На схеме не обозначен еще один класс инструментов – производные финансовые инструменты. Их экономическая функция заключается главным образом в хеджировании рисков по основной инвестиции (представленной одним из приведенных на схеме финансовых инструментов). В этом случае затраты на хеджирование являются лишь частным случаем общих трансакционных издержек, связанных с инвестированием.

Вместе с тем этот класс инструментов все более активно используется как отдельная группа инвестиционных инструментов, т.е. для осуществления инвестиций, не связанных с задачами хеджирования. Традиционно, в классическом своем понимании, вложение средств в производные финансовые инструменты, не преследующее цели хеджирования, считалось спекуляцией и не рассматривалось на макроуровне как отдельное направление инвестирования. Однако в последние 10–15 лет в структуре спроса на рынке производных финансовых инструментов произошли кардинальные изменения, не позволяющие сводить соответствующие инвестиции лишь к хеджированию и краткосрочным спекуляциям. В настоящее время производные финансовые инструменты позволяют осуществлять классическое инвестирование в товары (товарные фьючерсы), валюту (валютные фьючерсы), драгоценные металлы (фьючерсы на драгоценные металлы), в портфели ценных бумаг (фьючерсы и опционы на индексы), в риск (фьючерсы на волатильность, кредитные деривативы и др.) и т.д.

Инвестирование во фьючерсы и опционы на фондовые индексы можно отнести к инвестициям в акции; инвестирование в валютные фьючерсы – к инвестициям в иностранную валюту. Но инвестирование в товарные фьючерсы нельзя привязать ни к одному классу инструментов, представленных на приведенной здесь схеме; в данном случае производные финансовые инструменты выступают как средство секьюритизации, финансизации товарных активов.

Нуждается в дополнительном комментировании наличие в перечне финансовых инструментов, представленных на схеме, паев закрытых инвестиционных фондов недвижимости. В отличие от прочих инвестиционных фондов, являющихся так называемыми промежуточными инвесторами<sup>15</sup>, закрытые инвестиционные фонды недвижимости не

---

<sup>15</sup> В классическом своем виде все институты коллективных инвестиций являются промежуточными инвесторами, т.е. инвесторами, которые, аккумулируя финансовые ресурсы пайщиков и/или акционеров («конечных инвесторов»), инвестируют их в другие финансовые инструменты. Для избежания двойного счета инвестиции в инструменты институтов коллективных инвестиций не должны учитываться.

инвестируют в финансовые инструменты, а являются механизмом секьюритизации нефинансовых активов, в данном случае – недвижимости. Фактически инструментом инвестирования выступает недвижимость, поэтому паи, выпускаемые данными институтами, должны быть представлены отдельно, наряду с другими видами финансовых активов.

Строго говоря, паи ЗПИФов недвижимости – лишь один из инструментов секьюритизации, разрешенных российским законодательством. Существуют (или могут существовать) также товарные фонды, фонды культурных ценностей и другие подобные фонды, и все они, с теоретической точки зрения, должны быть включены в число финансовых инструментов, представленных на схеме. Но в реальности среди всех вышеперечисленных инструментов секьюритизации лишь ЗПИФы недвижимости обладают стоимостью чистых активов, принципиально отличной от статистической погрешности. По состоянию на 14 декабря 2011 г. стоимость чистых активов ЗПИФов недвижимости составляла 128,1 млрд. руб., в то время как стоимость чистых активов ЗПИФов художественных ценностей – 14,7 млрд. руб., а стоимость чистых активов ЗПИФов товарного рынка – 1,1 млрд. руб.<sup>16</sup>.

## **Балансы финансовых инструментов**

Для получения прогноза с помощью модели RIFBAL1 строятся балансы для отдельных финансовых инструментов. С одной стороны, они позволяют сводить объемы ресурсов, в границах которых эмитируются финансовые инструменты, с другой стороны – потенциальный спрос на них со стороны инвесторов и их институциональную структуру.

## **Наличная национальная валюта**

Наличная национальная валюта (российские рубли) с точки зрения построения баланса является наиболее простым финансовым инструментом. Наличные рубли эмитируются ЦБ РФ и отражаются в составе денежной базы (в узком и широком ее определении) и в пассивах Центрального банка. Далее за вычетом наличных денег в кассах коммерческих банков формируется показатель «Наличные деньги в обращении вне банковской системы», или агрегат М0. Этот показатель является точным (в силу легкости его измерения) и впоследствии практически не пересматривается. Баланс наличной национальной валюты приведен в табл. 3. Собственно говоря, на этом простота учета баланса наличных денег в обращении и заканчивается.

---

<sup>16</sup> По данным [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru) ([http://pif.investfunds.ru/analitics/statistic/market\\_profile/](http://pif.investfunds.ru/analitics/statistic/market_profile/)).

**Таблица 3. Баланс финансового инструмента «Наличная национальная валюта», млрд. руб.**

	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
<b>Активы (сектора-инвесторы)</b>	<b>3062,1</b>	<b>4118,6</b>	<b>4372,1</b>	<b>4622,9</b>	<b>5785,2</b>	<b>6841,3</b>
Внешний мир	24,2	45,7	79,9	100,5	99,5	98,0
Государство	-	-	-	-	-	-
Банки	276,9	416,4	577,3	584,8	722,5	840,2
Корпорации	1015,4	1091,9	1058,5	1220,6	1668,6	1997,9
Население	1745,6	2564,6	2656,5	2716,9	3294,6	3905,3
<b>Обязательства (сектора-эмитенты) - Центральный банк</b>	<b>3062,1</b>	<b>4118,6</b>	<b>4372,1</b>	<b>4622,9</b>	<b>5785,2</b>	<b>6841,3</b>

Источник: ЦБ РФ.

Основные проблемы при проведении анализа финансового инструмента «Наличная национальная валюта» состоят как в оценке его распределения вне банковской системы, так и в прогнозировании динамики его объемов и структуры. Так, наличные деньги в обращении (агрегат М0) подразумевают наличные деньги вне банковской системы и включают деньги на руках у населения и в кассах предприятий. Кроме того, Банк России в рамках составления инвестиционной позиции Российской Федерации публикует оценку величины наличных рублей на руках у нерезидентов (физических и юридических лиц).

Показатель «Наличные деньги на руках у населения» представляется Росстатом при опубликовании подготавливаемого данным ведомством баланса доходов/расходов населения. Достаточно логично, что разность между агрегатом М0 и наличными деньгами на руках у населения относится при этом к показателю «Наличные деньги в кассах предприятий». При этом понятно, что показатель «Кассы предприятий» должен быть стабильным и расти вслед за инфляцией; более того, он должен снижаться из-за ускоряющегося распространения практики выплаты заработной платы в виде безналичных платежей. Однако подобный эффект статистически не фиксируется, и вообще достаточно трудно формально объяснить, для каких целей в кассах предприятий находится 1,5–2,0 трлн. наличных рублей.

С другой стороны, очевидно, что существующий запас наличных денег явно избыточен по отношению к розничному товарообороту. Так, в период 2005–2011 гг. денежный агрегат М0 более чем в два раза превышал номинальный объем потребительских расходов, включающих товарооборот

розничной торговли, расходы на общественное питание и платные услуги. С учетом того, что часть оплаты товаров и услуг осуществляется в безналичной форме, наличные деньги в 2011 г. покрывали почти трехмесячный оборот розничных расходов населения.

Мы полагаем, что проведению формального экономического анализа здесь препятствует действие ряда факторов, прежде всего: а) сохранение в значительной степени «серой экономики ухода от налогов», а также б) использование нелегальной рабочей силы. В результате влияния перечисленных факторов достаточно стабильный показатель М0 (наличные деньги в обращении вне банковской системы) с точки зрения его структуры вне банковского сектора сегодня подлежит лишь крайне приблизительному анализу.

Схожие проблемы возникают и при прогнозировании баланса данного финансового инструмента. В рамках баланса доходов/расходов населения прирост наличных денег относится к приросту сбережений – здесь методологическая проблема состоит в оценке роста транзакционного спроса населения на наличные деньги (в границах объемов розничного товарооборота и платных услуг) и сбережений в форме наличных денег. Проблемой также является то, что наличные деньги обслуживают и ряд видов инвестиций (значительных по своим объемам), например инвестиции в недвижимость или в наличную иностранную валюту, и довольно значительная их доля может выступать в качестве сберегательного инструмента, альтернативного банковским вкладам.

### **Наличная иностранная валюта**

Оценка баланса «Наличная иностранная валюта» во многом связана с теми же проблемами, которые имеют место при составлении баланса наличных рублей. Принципиальное отличие здесь состоит в том, что если количество эмитируемых наличных рублей известно точно, то количество наличной иностранной валюты, находящееся на территории РФ, – лишь оценочно. В нашем анализе мы используем оценки ЦБ РФ, согласно которым на начало 2011 г. вложения российских резидентов в наличную иностранную валюту составляли 30,9 млрд. долл.

Наличная иностранная валюта распределяется между кассами банков и населением (мы полагаем, что прочие институциональные агенты хранят статистически не значимое ее количество). В случае же с малыми предприятиями наличную валюту мы относим к населению. Также минимальные остатки наличной иностранной валюты хранятся в кассах

Центрального банка, однако эта величина измеряется в миллионах долларов и не оказывает значимого влияния на результаты расчетов.

Суммируя вышеприведенные рассуждения, мы получаем баланс наличной иностранной валюты (см. табл. 4).

**Таблица 4. Баланс финансового инструмента «Наличная иностранная валюта», млрд. долл.**

	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
<b>Активы (сектора-инвесторы)</b>	<b>39,7</b>	<b>24,6</b>	<b>53,8</b>	<b>47,8</b>	<b>30,9</b>	<b>29,4</b>
Государство	-	-	-	-	-	-
Центральный банк	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Банки	3,0	2,9	7,4	5,4	4,6	5,1
Корпорации	-	-	-	-	-	-
Население	36,7	21,8	46,4	42,5	26,3	24,3
<b>Обязательства (сектора-эмитенты) – внешний мир</b>	<b>39,7</b>	<b>24,6</b>	<b>53,8</b>	<b>47,8</b>	<b>30,9</b>	<b>29,4</b>

Источник: ЦБ РФ.

Из приводимой таблицы видно, что своего максимума (53,8 млрд. долл.) объем наличной иностранной валюты в России достиг в начале 2009 г. в силу девальвации рубля, после чего устойчиво снижается. Также сопоставимых объемов (50–52 млрд. долл.) вложения в наличную иностранную валюту, по оценкам Банка России, достигали в 2001–2002 гг., но в тот период ее запасы в кассах коммерческих банков были гораздо меньше – порядка 1 млрд. долл., а не 5–7 млрд. долл., как в 2008–2010 гг.

Трендовый прогноз предполагает отсутствие резких колебаний обменного курса рубля, однако понятно, что в случае его резкой девальвации спрос на наличную иностранную валюту возрастет.

## Облигации

При проведении анализа рассматриваются четыре вида облигаций – федеральные, субфедеральные и муниципальные, корпоративные и банковские. Выделение банковских облигаций в отдельную группу связано с целями исследования институциональных финансовых потоков. Банки, размещая средства в облигациях и акциях других банков, не предоставляют ресурсов экономике, а лишь перераспределяют их внутри банковской системы. Выделение банковских облигаций в отдельную группу позволяет

также корректно проводить международные сопоставления, так как Банк международных расчетов, аккумулирующий информацию об основных параметрах внутренних и внешних облигационных рынков, ведет базы данных в разрезе «публичные (государственные и квазигосударственные) – корпоративные – банковские облигации».

В предкризисный период (2006–2008 гг.) в России отмечалось замедление развития облигационного рынка в целом как следствие относительного (относительно ВВП) сокращения рынка государственных и субфедеральных ценных бумаг и абсолютного сокращения рынка облигаций Банка России. Фактически увеличение объема совокупного облигационного рынка происходило синхронно с ростом номинального ВВП, что (учитывая форсированное развитие банковского кредитования) косвенно подтверждает гипотезу об устойчивости доли сбережений экономики, направляемых во внутренние облигации. Заметный рост относительного объема облигационного рынка произошел в кризисном 2009 году в силу целого ряда причин (возникновение потребности государства в финансировании дефицита бюджета, необходимость решения проблем ликвидности банковского сектора, с одной стороны, и необходимость решения проблем абсорбции избыточной ликвидности – с другой, в том числе за счет выпуска облигаций Банка России, возвращения на внутренний рынок крупнейших корпораций и банков, традиционно размещавших облигации на рынке еврооблигаций, и др.). Однако в дальнейшем этот показатель стабилизировался на уровне 13–15% ВВП (см. табл. 5 и 6).

**Таблица 5. Объем внутреннего облигационного долга по эмитентам, млрд. руб.**

	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Федеральное правительство	1028,1	1248,8	1421,5	1837,2	2461,6
Субфедеральные и муниципальные органы власти	189,8	220,6	277,1	420,6	455,5
Банк России	104,2	102,9	12,9	290,7	593,2
Банки	168,3	290,2	375,3	412,7	537,9
Корпорации	733,5	966,9	1437,0	2113,7	2462,3
<b>Итого</b>	<b>2223,9</b>	<b>2829,5</b>	<b>3523,8</b>	<b>5074,9</b>	<b>6510,5</b>
<b>в % ВВП</b>	<b>8,3</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</b>	<b>13,1</b>	<b>14,5</b>

Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов.

**Таблица 6. Объем внутреннего облигационного долга по эмитентам, в % ВВП**

	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Федеральное правительство	3,82	3,76	3,44	4,74	5,48
Субфедеральные и муниципальные органы власти	0,71	0,66	0,67	1,08	1,01
Банк России	0,39	0,31	0,03	0,75	1,32
Банки	0,63	0,87	0,91	1,06	1,20
Корпорации	2,73	2,91	3,48	5,45	5,48
<b>Итого</b>	<b>8,26</b>	<b>8,51</b>	<b>8,54</b>	<b>13,08</b>	<b>14,49</b>

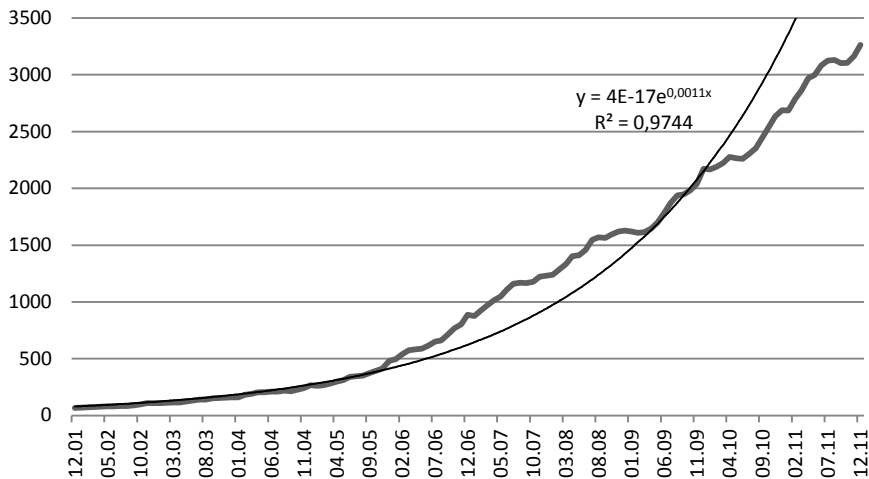
Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов.

В отличие от облигаций публичного сектора внутренний рынок частных облигаций рос устойчиво высокими темпами. Тренд помесечных значений стоимости корпоративных облигаций российских предприятий (как реального сектора, так и финансовых) в обращении на организованном рынке до сих пор весьма близок к экспоненциальной кривой (см. рис. 9). Не менее точно описывает экспонента и тренд годовых значений стоимости корпоративных облигаций российских предприятий (как реального сектора, так и финансовых) в обращении на организованном рынке (см. рис. 10).

Экспоненциальный тренд, характерный для первых этапов развития рынков российских финансовых инструментов, как правило, рано или поздно меняется на линейный. В «Идеальной модели» на основе проведенных расчетов было выдвинуто предположение о том, что такая смена тренда на российском рынке корпоративных облигаций должна была произойти во втором-третьем кварталах 2009 г., однако ввиду возвращения на внутренний облигационный рынок крупнейших заемщиков, традиционно ориентированных на рынок еврооблигаций (который в результате кризиса 2008 года «закрылся»), экспоненциальный тренд сохранился. В настоящее время, используя аналогичный подход, можно сделать предположение о том, что смена тренда уже наблюдается (третий-четвертый кварталы 2011 г.) либо она произойдет в течение 2012–2013 гг.

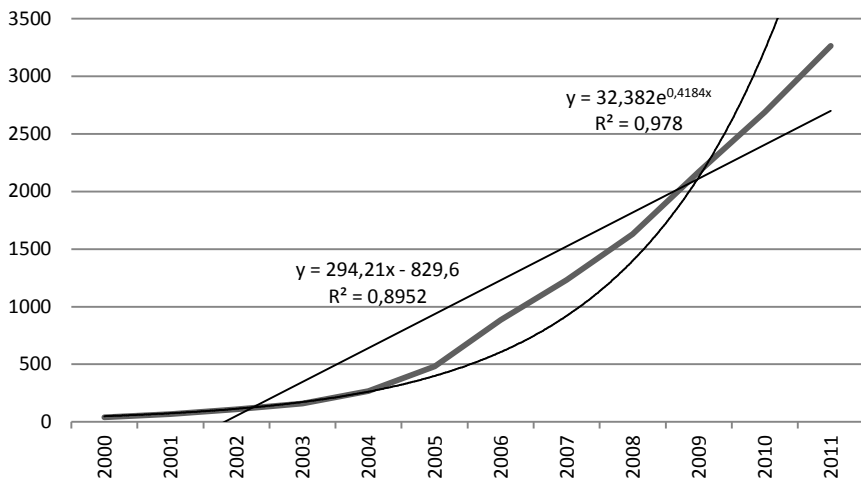


**Рис. 9. Совокупная стоимость корпоративных облигаций в обращении на организованном рынке (с учетом биржевых облигаций), млн. руб. по номиналу**



Источник: рассчитано по данным бирж.

**Рис. 10. Стоимость корпоративных облигаций в обращении на организованном рынке, млрд. руб.**



Источник: рассчитано по данным бирж.

Экспоненциальный тренд, построенный на основе абсолютных значений стоимости корпоративных облигаций в обращении, сохраняется и при использовании относительных величин (соотношения стоимости корпоративных облигаций и ВВП), при этом значение коэффициента детерминации снижается лишь на 0,002.

Структура облигационного рынка (см. табл. 7) выглядит в последние годы достаточно стабильной – 75–80% рынка составляют облигации федерального правительства и корпоративные облигации. Подобное положение объясняется не только (и не столько) доходностью этих ценных бумаг, сколько возможностью получения рефинансирования под их залог в ЦБ РФ (а также достаточно жестким регулированием выпуска субфедеральных и муниципальных облигаций). Очевидно, что и объем облигаций Банка России определяется уровнем ликвидности в российской банковской системе.

**Таблица 7. Структура внутреннего облигационного рынка по эмитентам, в % к итогу**

	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Федеральное правительство	46,2	44,1	40,3	36,2	37,8
Субфедеральные и муниципальные органы власти	8,5	7,8	7,9	8,3	7,0
Банк России	4,7	3,6	0,4	5,7	9,1
Банки	7,6	10,3	10,7	8,1	8,3
Корпорации	33,0	34,2	40,8	41,7	37,8
<b>Итого</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов.

Прогнозирование емкости облигационного рынка целесообразно проводить отдельно по его сегментам, поскольку факторы, влияющие на емкость этих сегментов, весьма различны. Емкость внутреннего рынка государственных облигаций зависит в настоящее время в основном от потребности правительства в финансировании дефицита бюджета<sup>17</sup>, а также,

<sup>17</sup> В данном случае мы не рассматриваем весь набор традиционных функций рынка государственного долга, которые предопределяют развитие этого рынка в других странах (кроме собственно финансирования дефицита бюджета – обеспечение ликвидными резервами банковской системы, управление процентной ставкой и уровнем денежного предложения, финансирование общественно значимых программ и институтов), не исключая в то же время вероятности перехода России к более эффективным общепринятым в мире формам организации государственного долга. С точки зрения влияния на емкость рынка государственного долга переход к полному спектру его функций в национальной экономике предполагает увеличение объема выпущенных обязательств, так как в данном случае, во-первых, появляются иные

в определенной мере, от соотношения условий привлечения ресурсов на внутреннем и внешнем рынках. Емкость рынка субфедеральных и муниципальных облигаций определяется сегодня преимущественно жесткими ограничениями по объему их выпуска, так как потребность в заемных ресурсах у данной группы эмитентов, как правило, существенно выше. Объем облигаций Банка России напрямую зависит от уровня ликвидности в банковском секторе. Емкость рынка корпоративных облигаций (как банковских, так и предприятий реального сектора) зависит от следующих основных факторов:

- потребности корпоративных эмитентов в долговых ресурсах, которая, в свою очередь, зависит от ставки процента, текущих и прогнозируемых темпов экономического роста (т.е. от нахождения всей экономики или отдельной ее отрасли в той или иной фазе экономического цикла), уровня инфляции, доступности кредитных ресурсов, а также может ограничиваться дефицитом собственного капитала;
- уровня конкуренции за деньги инвесторов со стороны эмитентов публичного сектора (правительства, субъектов Федерации, муниципалитетов, Банка России), т.е. от интенсивности воздействия «эффекта вытеснения»<sup>18</sup>;
- доступности ресурсов на внешних рынках (в первую очередь на рынке еврооблигаций и на рынке синдицированного кредитования).

Следует отметить, что по сравнению с другими странами соотношение емкости облигационного рынка и ВВП России незначительно (см. табл. 8), что является дополнительным фактором опережающей динамики увеличения емкости российского облигационного рынка в среднесрочной перспективе. При этом РФ занимает твердое последнее место в мире по соотношению стоимости находящихся в обращении внутренних государственных облигаций и ВВП, а по соотношению стоимости находящихся в обращении внутренних корпоративных облигаций (включая банковские) и ВВП опережает лишь несколько стран со сложившимися национальными рынками облигаций (Индонезия, Аргентина, Турция, Польша, Индия).

---

обязательства государства кроме собственно казначейских и, во-вторых, дополнительные функции задают, как правило, более высокую потребность в государственных облигациях, чем потребность, определяемую размером бюджетного дефицита.

<sup>18</sup> Наиболее яркий пример здесь – Япония, в которой внутренний рынок корпоративных облигаций находится в подавленном состоянии в результате гипертрофированного развития рынка государственных облигаций. До 2009 г. незначительным был и внутренний рынок корпоративных облигаций Греции (в результате избыточно активного привлечения ресурсов правительством – как на облигационном, так и на кредитном рынках), однако масштабные выпуски облигаций финансовых корпораций, пытающихся изыскать ресурсы для компенсации своих потерь по государственным облигациям, осуществленные в течение 2010 г., обеспечили многократный рост этого сегмента облигационного рынка.

**Таблица 8. Соотношение стоимости облигаций в обращении на внутреннем рынке и ВВП (по состоянию на конец 2010 г.), в %**

Страна	Все облигации	Государственные	Частные	Финансовых организаций	Нефинансовых корпораций
Япония	249,8	211,6	38,2	21,8	16,4
Дания	212,6	32,0	180,6	180,1	0,5
США	173,8	76,5	97,4	77,5	19,9
Ирландия	148,7	32,1	116,6	115,3	1,3
Италия	146,2	94,3	51,9	34,2	17,7
Нидерланды	124,9	49,2	75,7	60,4	15,3
Франция	122,3	64,9	57,4	46,2	11,2
Бельгия	116,9	61,7	55,3	50,3	5,0
Португалия	114,5	50,2	64,2	44,4	19,9
Южная Корея	109,5	46,8	62,7	25,2	37,5
Испания	104,8	44,7	60,1	58,5	1,6
Малайзия	101,3	54,2	47,1	20,0	27,0
Австрия	96,3	35,9	60,4	48,7	11,7
Канада	93,2	65,1	28,0	17,4	10,7
Швеция	90,0	28,9	61,1	54,0	7,2
Греция	84,1	52,2	31,9	31,9	0,0
Германия	79,0	52,1	26,9	16,3	10,6
Великобритания	74,2	59,8	14,4	13,4	0,9
Таиланд	70,7	52,1	18,6	0,5	18,2
Бразилия	69,8	45,5	24,3	23,8	0,5
Норвегия	59,2	23,8	35,5	29,0	6,4
Сингапур	57,8	46,2	11,7	10,5	1,2
Швейцария	55,6	24,0	31,6	25,9	5,7
ЮАР	52,0	34,2	17,8	9,9	7,9
Китай	51,6	27,6	24,0	15,1	8,9
Польша	43,1	41,3	1,8	1,8	0,0
Мексика	41,3	23,8	17,5	14,1	3,4
Индия	41,0	35,2	5,8	4,4	1,4
Чехия	40,3	27,0	13,3	8,5	4,8
Финляндия	36,6	13,8	22,8	17,8	5,0
Турция	31,4	31,1	0,3	0,0	0,3
Гонконг	29,2	13,7	15,5	10,2	5,3
Аргентина	16,0	13,4	2,6	0,8	1,8
Индонезия	13,6	12,0	1,6	0,8	0,9
<b>Россия</b>	<b>11,5</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>н.д.</b>	<b>н.д.</b>

Источник: рассчитано по данным Банка международных расчетов, для России – по данным Министерства финансов РФ и фондовых бирж.

Участие российской банковской системы в операциях на отдельных сегментах облигационного рынка значительное, но не доминирующее (см. табл. 9). Прочие инвесторы представлены небанковскими структурами – инвестиционными компаниями, институтами коллективного инвестирования и др.

**Таблица 9. Доля банковских инвестиций в облигациях различных эмитентов, в % к объемам облигаций отдельных эмитентов**

	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Федеральное правительство	45,9	47,5	47,0	31,7	44,4	52,4
Субфедеральные и муниципальные органы власти	54,8	52,9	55,8	50,4	54,6	62,4
Банки	45,6	29,2	44,0	45,2	70,1	67,9
Корпорации	47,9	43,9	47,9	62,8	58,1	55,0

*Источник:* ЦБ РФ, расчеты авторов

## Институциональные балансы

### Баланс сектора «Корпорации»

Сектор «Корпорации» составляют небанковские предприятия, т.е. предприятия нефинансового сектора и прочие (помимо банков) компании, включая финансовых посредников, инвестиционные и пенсионные фонды, финансовые и иные (кроме банковских) холдинги. Оценка баланса данного сектора представляется принципиально важной с точки зрения прогнозирования развития финансового рынка России, поскольку он является и одним из основных эмитентов ценных бумаг, и инвестором.

### Активы сектора «Корпорации»

Финансовые активы в рамках разработанной модели включают лишь накопленные финансовые трансакции, а не изменение капитализации активов (в том числе за счет перечислений внутри сектора). Под финансовыми активами в данном исследовании понимаются зарубежные активы (определяемые не их стоимостью, а аккумулированным объемом валового оттока капитала за рубеж), депозиты сектора в банковской системе, объем вложений в ценные бумаги и активы в ЦБ РФ (располагаемые наличные деньги в кассах предприятий, счета госкорпораций в Казначействе и проч.). Цель указанных допущений состоит в учете институциональных финансовых

потоков, а не в оценке национального богатства. Объем финансовых активов сектора за 2005–2010 гг. приведен в табл. 10.

**Таблица 10. Совокупные финансовые активы сектора «Корпорации»**

	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
<b>Млрд. руб.</b>						
Внешний мир	4770,2	6552,4	10 512,2	8868,5	12 076,7	13 349,1
Счета в банках	2338,7	3365,7	5119,4	6501,0	7515,5	8575,2
Вложения в ценные бумаги	381,0	556,6	680,5	1125,7	1143,2	1329,6
Наличные деньги и счета в Банке России	891,1	1098,5	1583,8	1641,5	1715,1	2143,6
<b>Итого</b>	<b>8381,0</b>	<b>11 573,2</b>	<b>17 895,8</b>	<b>18 136,7</b>	<b>22 450,5</b>	<b>25 397,5</b>
<b>В % ВВП</b>						
Внешний мир	22,1	24,3	31,6	21,5	31,1	29,7
Счета в банках	10,8	12,5	15,4	15,7	19,4	19,1
Вложения в ценные бумаги	1,8	2,1	2,0	2,7	2,9	3,0
Наличные деньги и счета в Банке России	4,1	4,1	4,8	4,0	4,4	4,8
<b>Итого</b>	<b>38,8</b>	<b>43,0</b>	<b>53,8</b>	<b>43,9</b>	<b>57,9</b>	<b>56,5</b>

*Источник:* расчеты авторов, данные ЦБ РФ.

Как видно из таблицы, ключевым фактором роста финансовых активов сектора «Корпорации» (именно в терминологии институциональных финансовых потоков) выступает валовой отток капитала. Данный показатель достиг своего максимума в 2007 г.; в дальнейшем, в силу глобального (и российского) финансового кризиса, его значение несколько колебалось, однако оставалось на стабильном уровне. Напротив, финансовый кризис, обусловив снижение темпов роста банковского кредитования нефинансового сектора, привел к устойчивому повышательному тренду вложений в ценные бумаги (прежде всего долговые). Кроме того, увеличивались сбережения небанковских корпораций в виде банковских депозитов. В целом в результате кризиса (и восстановительного роста) активы сектора стабилизировались на уровне 56–57% ВВП.

Анализ динамики изменения финансовых активов небанковских предприятий показывает достаточно противоречивые тенденции. Валовой отток капитала отмечался в периоды притока в страну иностранного капитала, однако в кризисный период он снизился незначительно (что было

связано в первую очередь с реструктуризацией частной внешней задолженности, а не с ее снижением). Темпы прироста депозитов населения были выше темпов роста номинального ВВП, однако (в отличие от сектора «Население») существенно ниже предкризисного уровня (см. табл. 11).

**Таблица 11. Изменение денежных активов сектора «Корпорации»**

	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
<b>Млрд. руб.</b>						
Внешний мир	1574,5	1307,6	3158,2	3734,0	2093,2	2757,0
Счета в банках	650,3	1027,0	1753,7	1381,6	1014,5	1059,7
Вложения в ценные бумаги	110,2	175,6	123,9	445,2	17,5	186,3
Наличные деньги и счета в Банке России	277,3	207,3	485,3	57,7	73,6	428,5
<b>Итого</b>	<b>2612,3</b>	<b>2717,6</b>	<b>5521,2</b>	<b>5618,5</b>	<b>3198,8</b>	<b>4431,5</b>
<b>В % ВВП</b>						
Внешний мир	7,3	4,9	9,5	9,0	5,4	6,1
Счета в банках	3,0	3,8	5,3	3,3	2,6	2,4
Вложения в ценные бумаги	0,5	0,7	0,4	1,1	0,0	0,4
Наличные деньги и счета в Банке России	1,3	0,8	1,5	0,1	0,2	1,0
<b>Итого</b>	<b>12,1</b>	<b>10,1</b>	<b>16,6</b>	<b>13,6</b>	<b>8,2</b>	<b>9,9</b>

*Источник:* расчеты авторов, данные ЦБ РФ.

### **Задолженность сектора «Корпорации»**

В целях составления прогноза развития рынка корпоративных облигаций необходимо построение финансового баланса сектора «Корпорации», который, с одной стороны, показывает источники привлеченных средств российских предприятий (внешний мир, банковская система, небанковские предприятия), с другой стороны, содержит виды привлеченных ресурсов (участие в капитале, кредиты, ценные бумаги).

Задолженность сектора «Корпорации» формируется за счет двух источников – внешнего и внутреннего. Внешние ресурсы, поступающие сектору, фиксируются в разделе «Счет капитала и финансовых инструментов» платежного баланса, по субсчету «Обязательства нефинансового сектора». Основными его статьями являются «Суды и займы» и «Долговые ценные бумаги». Долговые ценные бумаги

представлены еврооблигациями российских предприятий. Как видно из табл. 12, 60–75% задолженности отечественных корпораций формируется за счет внешних источников<sup>19</sup>. Отметим, что подобное положение объясняется ценой заемных ресурсов и длительностью сроков их привлечения. Однако при этом российский нефинансовый сектор оказывается крайне чувствительным к состоянию мирового рынка капитала.

**Таблица 12. Совокупная задолженность сектора «Корпорации», млрд. руб.**

	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Внешний мир (все обязательства)	11 603	15 717	24 123	15 354	23 038	27 570
в том числе:						
ссуды и займы	2880	3165	5147	7072	7189	6808
долговые ценные бумаги	362	580	588	244	284	324
Кредиты банков	4197	5814	8746	11 766	11 829	12 989
Внутренние ценные бумаги	414	734	967	1437	2114	2462
в том числе на балансе банков	198	328	432	640	916	1029
<b>Итого</b>	<b>16 213</b>	<b>22 264</b>	<b>33 836</b>	<b>28 557</b>	<b>36 981</b>	<b>43 021</b>
<b>в % ВВП</b>	<b>75</b>	<b>83</b>	<b>102</b>	<b>69</b>	<b>95</b>	<b>96</b>
<b>в % к инвестициям в основной капитал</b>	<b>449</b>	<b>471</b>	<b>504</b>	<b>325</b>	<b>466</b>	<b>470</b>

Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов.

Внутренние ресурсы представлены кредитами российских банков и ценными бумагами. Отметим, что объемы банковских кредитов кратно (в 3–9 раз) превышают объем корпоративных облигаций, и в настоящее время финансовые рынки фактически не конкурируют с кредитными ресурсами на долговом рынке всех сроков заимствования. При этом банки на своих балансах держат около 25–35% объема рынка корпоративных облигаций, а с другой стороны, на начало 2011 г. ценные бумаги составляли лишь 6,5% совокупной задолженности сектора.

Наряду с анализом соотношения всех банковских кредитов и корпоративных облигаций как источников финансирования сектора

<sup>19</sup> В дополнение к этому общему показателю следует указать также на неравномерность доступа российских корпораций к этому крупнейшему источнику долгового финансирования. Такой доступ имеют только немногие крупнейшие корпорации, в большинстве которых значительна доля государственного участия. Для большей части российских корпораций возможность привлечения иностранных долговых ресурсов отсутствует, поэтому для них структура задолженности будет принципиально иной.



«Корпорации» целесообразно также проанализировать соотношение долгосрочных (сроком более года) рублевых банковских кредитов и корпоративных облигаций. Во-первых, при этом обеспечивается сопоставимость двух видов привлекаемых ресурсов по их срочности (поскольку корпоративные облигации выпускаются, как правило, сроком на несколько лет и предусматривают offeru не ранее года после выпуска либо ежегодную offeru) и, во-вторых, такой анализ интересен с точки зрения исследования источников финансирования инвестиций в основной капитал и долгосрочных финансовых вложений, включая вложения с целью проведения слияний и поглощений. Результаты сопоставления объема долгосрочных кредитов предприятиям и стоимости корпоративных облигаций в обращении представлены в табл. 13.

**Таблица 13. Сравнение объемов долгосрочного кредитования сектора «Корпорации» со стоимостью корпоративных облигаций в обращении**

Год	Долгосрочные (на срок более 1 года) кредиты (в рублях и иностранной валюте) предприятиям, накопленным итогом, млрд. руб.	Стоимость корпоративных облигаций российских предприятий (за исключением банков) в обращении на организованном рынке, млрд. руб.	Соотношение кредитов и облигаций
1998	126,5	0,4	287,4
1999	157,9	11,0	14,4
2000	226,5	26,7	8,5
2001	318,4	49,2	6,5
2002	513,6	80,3	6,4
2003	873,8	124,4	7,0
2004	1264,5	222,7	5,7
2005	1828,7	380,9	4,8
2006	2670,5	717,6	3,7
2007	4959,2	941,2	5,3
2008	7337,4	1236,3	5,9
2009	8561,0	1759,0	4,9
2010	9714,4	2149,7	4,5
2011 (на 01.07)	10 299,5	2440,4	4,2

*Примечание.* Биржевые облигации учитываются в совокупной стоимости корпоративных облигаций российских предприятий в обращении на организованных рынках начиная с 2009 г., так как до 2009 г. срок обращения биржевых облигаций был ограничен 1 годом.

*Источник:* рассчитано по данным ЦБ РФ и информации фондовых бирж.

Представленный в таблице диапазон соотношения двух этих показателей свидетельствует о достаточно значительной роли (начиная с 2005 г.) корпоративных облигаций в финансировании долгосрочных проектов российских предприятий, осуществляемых посредством инвестиций в основной капитал, а также посредством долгосрочных финансовых вложений.

Глобальный финансовый кризис внес заметные изменения в структуру задолженности сектора – ее прирост в 2009 г. практически наполовину был обеспечен эмиссией корпоративных облигаций, тогда как объем банковского кредитования остался практически неизменным. Однако по мере стабилизации финансового сектора роль корпоративных облигаций снижалась, а кредиты банков вновь вышли на первое место (см. табл. 14).

**Таблица 14. Изменение задолженности сектора «Корпорации» за календарный период, млрд. руб.**

	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Внешний мир (все обязательства)	1512	1375	3529	2898	1033	770
в том числе:						
ссуды и займы	1171	433	2217	1478	58	-195
долговые ценные бумаги	34	62	-22	-127	20	38
Кредиты банков	952	1729	3050	2499	-5	1141
Внутренние ценные бумаги	414	320	233	470	677	349
в том числе на балансе банков	86	130	104	208	276	113
<b>Итого</b>	<b>2878</b>	<b>3423</b>	<b>6812</b>	<b>5867</b>	<b>1705</b>	<b>2259</b>
в % ВВП	13,3	12,7	20,5	14,2	4,4	5,0
в % к инвестициям в основной капитал	79,7	72,4	101,4	66,8	21,5	24,7

Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов.

### Баланс инструмента «Акции»

Важнейшим источником финансирования корпораций является долевой капитал, поступающий в сектор в результате размещения акций акционерных обществ, а также паев обществ с ограниченной ответственностью. Значимость долевых инвестиций определяется не их абсолютной величиной (практически всегда и везде в секторе «Корпорации» объем долгового финансирования в абсолютном выражении больше объема долевого финансирования), а возможностью выполнения функции обеспечения так называемой кредитной экспансии (т.е. создания предпосылок для последующего привлечения долгового капитала с приемлемым уровнем

риска для инвестора и, соответственно, с приемлемым уровнем платы за ссудные ресурсы для реципиента).

Вследствие непубличного характера функционирования обществ с ограниченной ответственностью и, отчасти, закрытых акционерных обществ единственным инструментом, с помощью которого в принципе возможно построение баланса, являются акции открытых акционерных обществ.

При построении такого баланса существуют значительные и многочисленные сложности. С одной стороны, объем выпуска акций можно оценить лишь в части публичных размещений, информация о которых в соответствии с законодательством раскрывается. При этом в ходе размещений акций нередко практикуется их одновременная продажа от имени эмитента и от имени уже существующих акционеров (продающих акционеров), в том числе при продаже акций в ходе приватизации. С другой стороны, информация об инвестициях в акции полностью доступна лишь в части операций банков и инвестиционных фондов, в то время как отдельно в структуре инвестиций населения акции не вычлняются, а государство раскрывает свои инвестиции в акции только в определенных случаях. Учитывая, что размещение акций часто происходит единым пулом от эмитента и его акционеров, а структура покупателей раскрывается в объеме всего размещения, определить группы инвесторов, купивших акции именно у эмитента, невозможно. Кроме того, из-за интенсивной динамики курсов акций данные о стоимостном объеме их выпуска и о стоимостном объеме инвестиций в них могут не совпадать, даже если и то и другое было осуществлено в достаточно короткий временной промежуток.

Дополнительные сложности содержит в себе прогнозирование объемов выпуска акций и объема инвестиций в них. Оба показателя являются крайне волатильными, и на практике, например, для прогнозирования объемов IPO применяется замена их годовых показателей на средние за три года.

В ближайшие годы самым крупным предложением на российском рынке акций, скорее всего, станет предложение акций от государства в ходе так называемой «новой русской приватизации». По самым скромным оценкам, государству (прямо или опосредованно) принадлежит 37% акционерного капитала всех торгуемых на бирже российских корпораций, и уже поставлена задача сократить эту долю; принята достаточно масштабная программа приватизации, остро ставящая вопрос об источниках спроса на соответствующие акции. В ходе первого этапа новой приватизации (2011–

2013 г.) правительство ожидает получить доходы в размере 1 трлн. руб.<sup>20</sup>. При этом в момент принятия программы приватизации только пакеты акций пяти крупнейших компаний, торгуемых на бирже, намеченные к приватизации, по рыночным котировкам стоили немногим более 1 трлн. руб. (по состоянию на 15 декабря 2011 г. – 800 млрд. руб.). Даже при нынешнем неблагоприятном состоянии рыночной конъюнктуры и с учетом максимальных скидок и дисконтов реальная стоимость только продаваемых пакетов крупных акционерных обществ, размеры которых программой приватизации уже определены (таких компаний 9), не может быть ниже 1,1 трлн. руб.<sup>21</sup>.

В связи с этим остро встает вопрос о том, кто может обеспечить такой приток средств в акции, кто сможет выступить инвестором, покупателем акций в процессе «новой большой русской приватизации».

Объем и структуру притока средств в акции при существующей в России системе статистического наблюдения невозможно оценить более или менее точно. Точные оценки могут быть сделаны только в отношении рыночной стоимости акций, находящихся во владении коммерческих банков и инвестиционных фондов. Мы можем также получить оценку инвестиций в российские акции, осуществляемых иностранными инвестиционными фондами, используя данные компании Emerging Portfolio Fund Research (далее – EPFR) о потоках глобальных инвестиционных фондов. В то же время мы не располагаем сведениями об объемах покупок/продаж акций домохозяйствами и нефинансовыми предприятиями (как отечественными, так и зарубежными). Поэтому описание потока инвестиций в акции может быть лишь приблизительным.

Стереотипным представлением о структуре этого притока с 1990-х годов остается тезис о том, что главным инвестором в акции российских корпораций является иностранный портфельный инвестор. Однако это верно далеко не для всех периодов развития российского рынка акций. Роль иностранных инвесторов на нем можно оценить по разным косвенным показателям, в том числе по коэффициентам корреляции между индексом

---

<sup>20</sup> Прогнозный план (программа) приватизации федерального имущества и основные направления приватизации федерального имущества на 2011–2013 годы (утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 27 ноября 2010 г. № 2102-р), п. 3.

<sup>21</sup> Кроме пакетов пяти торгуемых на бирже компаний правительство также предполагает продать акции ОАО «Современный коммерческий флот» (50% минус 1 акция), ОАО «Объединенная зерновая компания» (100% – до 2012 г.), ОАО «Росагролизинг» (50% минус 1 акция – не ранее 2013 г.), ОАО «Российские железные дороги» (25% минус 1 акция – не ранее 2013 г.).

РТС и Промышленной средней Доу-Джонса<sup>22</sup>. Эти коэффициенты лишь в отдельные годы достигали значений, свидетельствующих о наличии тесной связи между движением российского и американского рынков акций. Так, коэффициенты корреляции выше уровня 0,8 были зафиксированы здесь в 1997, 1999, 2003 и 2006 гг.

Не подтверждается тезис о господствующем положении иностранных портфельных инвесторов на российском рынке акций и при сопоставлении данных EPFR о притоке/оттоке инвестиций глобальных фондов в российские акции с данными о динамике индекса РТС. Так, за последний год (с 12 января 2011 г. по 11 января 2012 г.) коэффициент корреляции между недельными темпами роста инвестиций глобальных фондов в российские акции и недельными темпами роста индекса РТС составлял 0,40, а коэффициент детерминации – 0,16 (при уравнении регрессии  $Y = 1,616X - 0,602$ , где  $Y$  – недельные темпы роста индекса РТС,  $X$  – недельные темпы роста инвестиций глобальных фондов в российские акции). При этом в отдельные периоды наблюдалась устойчивая отрицательная корреляция между потоками инвестиций глобальных фондов и динамикой рынка акций. Так, за период с 5 октября по 9 ноября 2011 г. коэффициент корреляции между этими показателями составил -0,75, что свидетельствует о мощном притоке в отечественные акции средств внутренних инвесторов на фоне оттока капитала глобальных фондов. При этом следует отметить, что данный приток не отразился существенным образом в статистических наблюдениях<sup>23</sup>.

Совершенно очевидно, что значительная доля в структуре инвестиций в российские акции приходится на ограниченное число частных лиц, являющихся достаточно крупными инвесторами. Объемы инвестиций этой группы инвесторов, однако, не поддаются оценке. Также не поддаются достаточно точной оценке объемы инвестиций в акции пенсионных резервов;

---

<sup>22</sup> Выбор Промышленной средней Доу-Джонса обусловлен тем фактом, что в терминах информационных сигналов американский фондовый рынок является ядром глобального фондового рынка (подробнее см.: Евстигнеев В.Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. – М., 2002), а Промышленная средняя Доу-Джонса принимается большинством исследователей как наиболее информативный сигнал о движении этого рынка. Выбор индекса РТС обусловлен тем, что он вычисляется на основе рыночных цен, выраженных в долларах США, что обеспечивает его сопоставимость с Промышленной средней Доу-Джонса.

<sup>23</sup> Этот приток, ставший неожиданным для крупнейших российских брокеров, объяснялся изъятием средств частных российских инвесторов из кипрских офшоров, активно закрывавшихся в этот период ввиду возможного краха финансовой системы Кипра, тесно связанной с финансовой системой Греции, и вложением их в российские акции бенефициарами напрямую, без использования офшорных институтов.

при этом очевидно, что пенсионные деньги являются одним из потенциально наиболее крупных источников инвестиций в акции<sup>24</sup>.

В целом оценка притока/оттока средств инвесторов в российские акции представлена в табл. 15.

**Таблица 15. Источники инвестиций в российские акции (2008–2011 г.)**

Категория инвесторов	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Иностранные портфельные инвесторы (глобальные фонды):				
млн. долл.	1946	2019	3329	-448
млн. руб.	48 393	64 137	101 124	-13 222
Российские инвестиционные фонды, млн. руб.	-14 060	-8994	-3697	-1382
Российские коммерческие банки, млн. руб.	-10 916	147 481	250 919	120 791
Частные лица	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Негосударственные пенсионные фонды в части инвестирования пенсионных резервов	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Нефинансовые предприятия	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.

*Примечания:*

1. Объем иностранных инвестиций пересчитан в рубли по среднегодовому курсу Банка России за соответствующий год.
2. Приток/отток средств паевых инвестиционных фондов в акции оценивался по следующей схеме: учитывались 100% притока/оттока средств в фондах акций и индексных фондах и 40% притока/оттока средств в смешанных фондах.
3. Оценка притока/оттока средств коммерческих банков в акции дается по балансовой стоимости вложений банков в долевые ценные бумаги за вычетом инвестиций в долевые ценные бумаги нерезидентов и переоценки; оценка притока/оттока средств коммерческих банков в акции за 2011 г. дается за десять месяцев (январь–октябрь).

*Источник:* рассчитано по данным: ЦБ РФ, EPFR, [investfunds.ru](http://investfunds.ru).

Несмотря на отсутствие данных по ряду ключевых групп инвесторов в акции, очевидно, что существующий объем спроса на эти инструменты совершенно недостаточен для того, чтобы осуществить приватизацию в объеме более 1 трлн. руб. Следует подчеркнуть, что предложение приватизируемых акций создает дополнительное предложение, которое для обеспечения стабильности вторичного рынка требует соответствующего дополнительного спроса, что влечет за собой необходимость увеличения

<sup>24</sup> По состоянию на 30 сентября 2011 г. общий объем пенсионных накоплений составлял 1 трлн. 563 млрд. руб., из которых 367 млрд. руб. находились в управлении негосударственных пенсионных фондов (НПФ) и управляющих компаний. На ту же дату общий объем пенсионных резервов НПФ составлял 670 млрд. руб.

существующего спроса на российские акции в разы. Решение этой задачи требует проведения быстрых и кардинальных мер, которые обеспечили бы коренное изменение привлекательности инвестиций в российские акции. Как представляется, такими мерами потенциально могут быть:

- 1) меры, направленные на резкое изменение структуры сбережений населения (увеличение доли сбережений, инвестируемых в ценные бумаги, за счет сокращения доли сбережений, инвестируемых в недвижимость<sup>25</sup>), обеспечивающие ликвидацию налоговой и иных видов дискриминации ценных бумаг как объекта инвестиций домохозяйств;
- 2) меры, направленные на существенное расширение спроса иностранных портфельных инвесторов;
- 3) меры по увеличению доли акций в структуре пенсионных инвестиций.

Следует отметить наличие существенного различия между двумя вариантами проведения приватизации, которые, на первый взгляд, носят технический характер. Первый вариант (рассматриваемый в настоящее время как основной) предполагает приватизацию в форме продажи инвесторам пакетов акций, принадлежащих государству (без регистрации эмиссии дополнительного выпуска акций и проведения его размещения). Второй вариант (в настоящее время используемый, по некоторым данным, при проведении приватизации в Китае) предполагает приватизацию через продажу инвесторам акций дополнительного выпуска, осуществляемого корпорацией. В этом случае продавцом выступает не государство, а сама корпорация, а доля государства снижается по мере ее размыwania, т.е. по мере увеличения уставного капитала корпорации. При осуществлении первого варианта поток средств, уплаченных за акции, направляется в сектор «Государство» и становится источником финансирования расходов бюджета (в том числе, возможно, в части его дефицита, т.е. расходов, превышающих доходы). При осуществлении второго варианта поток средств, уплаченных за акции, направляется в сектор «Корпорации» и становится источником реализации инвестиционных программ в реальном секторе экономики. Кроме того, второй вариант действительно увеличивает собственный капитал корпораций, проходящих приватизацию, что усиливает их финансовую устойчивость и расширяет их возможности по привлечению долгового финансирования.

---

<sup>25</sup> Существующую структуру сбережений населения см. в п. «Баланс сектора "Население"».

Необходимость существенного увеличения спроса на акции связана не только с потребностями приватизации – инвестиции в акции обеспечивают рост собственного капитала корпоративного сектора. В свою очередь, последнее обстоятельство не только и не столько снабжает данный сектор ресурсами для развития, но и создает необходимые предпосылки для многократного (по сравнению с объемом ресурсов, привлеченных посредством выпуска акций) увеличения объема инвестиций, привлекаемых сектором «Корпорации» через долговой рынок (посредством привлечения кредитных ресурсов и посредством выпуска облигаций).

В современных условиях, когда наблюдается острый дефицит собственного капитала сектора «Корпорации», увеличение инвестиций в акции российских предприятий является необходимым условием повышения устойчивости данного сектора (через увеличение или, по крайней мере, неснижение соотношения собственного и заемного капитала) и, соответственно, сохранения возможностей продолжения наращивания его долгового финансирования. В противном случае (при продолжении роста долгового финансирования сектора с темпами существенно более высокими, чем темпы роста его долевого финансирования) устойчивость сектора будет постоянно снижаться, риск невыполнения обязательств по договорам долгового финансирования – усиливаться, что в совокупности будет приводить к существенному росту издержек, связанных с привлечением долговых ресурсов. С точки зрения движения потоков между секторами экономики это означает, что в народном хозяйстве должно поддерживаться определенное соотношение между чистым притоком средств в инструмент «Акции» и суммой чистого притока средств в инструмент «Корпоративные облигации» и чистого прироста задолженности сектора «Корпорации» по кредитам.

В настоящей работе мы подробно не исследуем структуру притока средств в собственный капитал корпораций (соответственно, и структуру притока средств в инструмент «Акции») с точки зрения распределения их между прямыми и портфельными инвестициями. Тем не менее необходимо отметить, что ценность этих двух видов инвестиций в акции различна именно в аспекте имеющегося потенциала для последующего привлечения дополнительных инвестиций. Существует своеобразная пирамида инвестиций в сектор «Корпорации», в основе которой лежат прямые инвестиции (т.е. инвестиции стратегических инвесторов, покупающих значительные пакеты акций); вторым ее уровнем выступают портфельные инвестиции в акции; а верхний уровень представлен различными видами долговых инвестиций, включая инвестиции в корпоративные облигации и кредиты. Поэтому



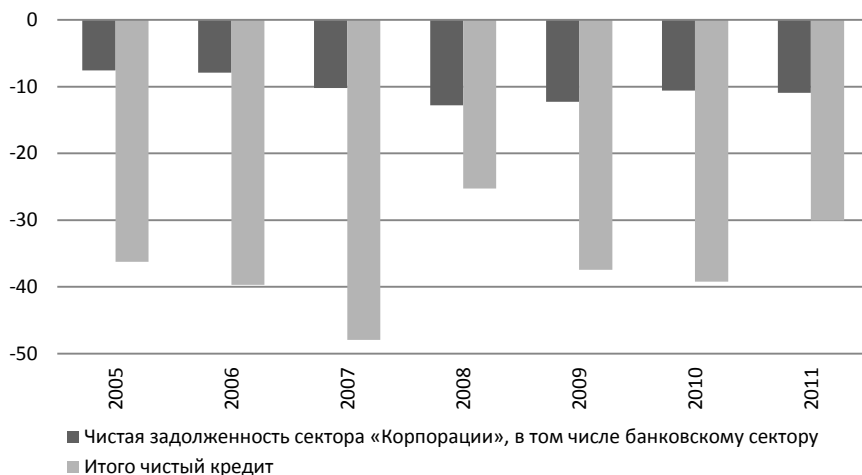
привлечение прямых инвестиций имеет больший «эффект рычага» в плане аккумулирования в последующем долговых инвестиций, чем привлечение портфельных инвестиций<sup>26</sup>.

### Баланс чистой задолженности сектора «Корпорации»

Баланс чистой задолженности сектора «Корпорации» существенно отличается от баланса финансовых трансакций данного сектора с банковской системой. Нетто-баланс корпораций и банковского сектора определяется, с одной стороны, остатками на текущих счетах и депозитах в банковской системе, выступающими активами сектора «Корпорации» и пассивами сектора «Банки». С другой стороны, сектор «Корпорации» привлекает банковские кредиты, а также размещает облигации и векселя, инвесторами в которые выступают в том числе и банки. В результате в последние десять лет объем привлекаемых предприятиями ресурсов из банковской системы устойчиво превышает объем размещаемых ими на депозитах средств (см. рис. 11).

Отметим также, что нетто-задолженность сектора «Корпорации» перед банковским сектором неуклонно возрастает (см. рис. 12).

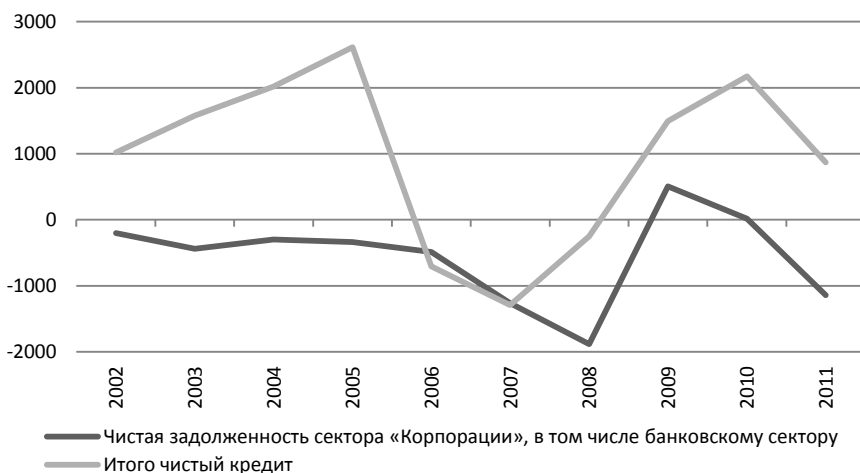
**Рис. 11. Активы и обязательства сектора «Корпорации», в % ВВП**



Источник: Росстат, ЦБ РФ, расчеты авторов.

<sup>26</sup> Подробнее см. приложение 1.

**Рис. 12. Динамика прироста чистой задолженности сектора «Корпорации», млрд. руб.**



Источник: расчеты авторов, данные ЦБ РФ.

В рамках национальной экономики финансовый баланс сектора «Корпорации» выглядит несколько иначе. Помимо банковской системы сектор инвестирует свободные финансовые ресурсы в государственные ценные бумаги. Однако наиболее заметная часть активов сектора направляется за рубеж и фиксируется в качестве валового оттока капитала небанковского сектора по капитальным счетам платежного баланса. Именно высокий уровень оттока капитала и определяет состояние сектора «Корпорации» как институционального нетто-кредитора. Отметим, что институциональным нетто-должником предприятия выступали в 2006–2007 гг. – в период активных заимствований небанковских организаций на мировых рынках капитала.

### Баланс сектора «Население»

Теоретически население должно выступать нетто-кредитором, однако в российской действительности это предположение далеко не всегда подтверждается реальными цифрами.

При построении финансового баланса сектора «Население» исходной точкой может стать баланс денежных доходов и расходов населения, рассчитываемый Росстатом.

Активы сектора формируются в результате инвестирования населением РФ своих сбережений. Структура сбережений (направлений инвестирования) населения со средней степенью детальности приведена на рис. 13.

**Рис. 13. Структура сбережений населения России, в % к общим сбережениям**

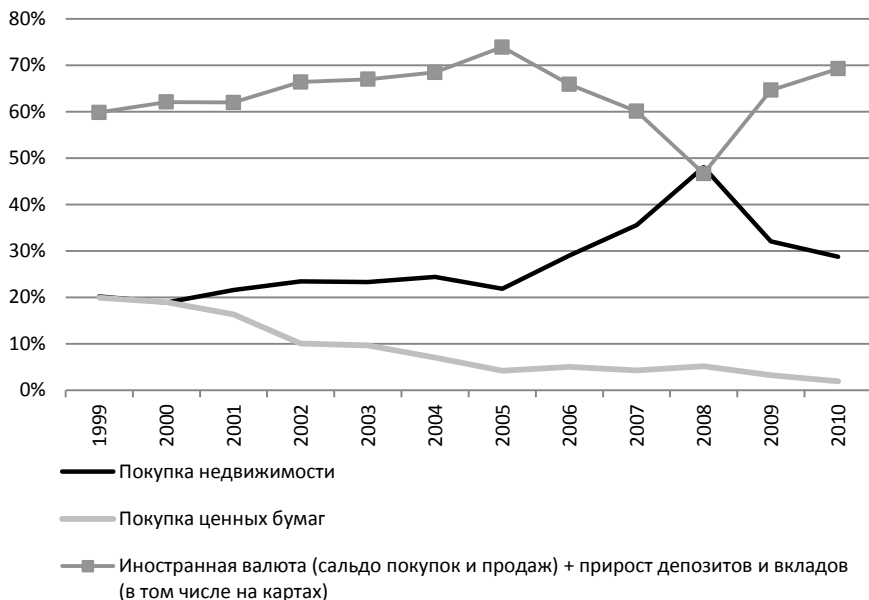


Источник: рассчитано по данным Росстата.

Как видно на рисунке, в течение последнего десятилетия достаточно устойчиво росла доля инвестиций населения в недвижимость, в то время как доля его инвестиций в ценные бумаги устойчиво снижалась. Выразительно асимметрично вели себя графики доли инвестиций в иностранную валюту (разница между ее покупкой и продажей) и доли прироста банковских депозитов и вкладов. Очевидно, что эти два направления инвестирования сбережений населения являются взаимодополняющими: в периоды кризисов и усиления рисков население более охотно инвестирует в иностранную валюту, в периоды поступательного развития экономики и снижения рисков оно переориентируется на банковские вклады и депозиты. По сути дела, это одно и то же направление инвестирования сбережений населения, представляющее более ликвидную и более краткосрочную часть портфеля

активов домохозяйств. Поэтому целесообразно рассмотреть его в целом, сопоставив с теми направлениями, которые представляют менее ликвидную и более долгосрочную часть портфеля активов домохозяйств – недвижимость и ценные бумаги (см. рис. 14).

**Рис. 14. Структура сбережений населения России (укрупненная), в % к общим сбережениям**



Источник: рассчитано по данным Росстата.

Как видно на рисунке, два основных направления инвестирования сбережений населения России – инвестиции в банковские вклады/иностранную валюту и инвестиции в недвижимость – с определенного момента (с 2004 г.) также изменялись асимметрично. По-видимому, это стало результатом в том числе ярко выраженного проявления склонности населения к риску в период наиболее интенсивного притока инвестиций в страну, но не может быть объяснено только данным фактором.

При определенных условиях в качестве инструмента сбережения могут рассматриваться и наличные деньги на руках у населения. В течение долгого времени в России доля прироста наличных денег была чрезвычайно высокой

– наличные рубли являлись одной из основных форм организации сбережений населения, однако в 2008–2009 гг. эта доля резко снизилась (см. рис. 15).

**Рис. 15. Структура сбережений населения России (включая прирост наличных денег), в % к общим сбережениям**



Источник: рассчитано по данным Росстата.

## 4. Воздействие роста внутреннего государственного долга на состояние финансовой сферы России

Одной из основных антикризисных мер в ходе глобального финансового кризиса образца 2008 года явилось увеличение расходов государства. Однако его стимулирующая роль оказалась незначительной, и краткосрочный экономический рост сменился во многих из развитых стран рецессией. Существенная часть государственной поддержки финансового сектора в развитых странах оказалась сосредоточенной на финансовых рынках, обеспечив резкий краткосрочный ценовой рост на ключевые финансовые активы и создав иллюзию экономического выздоровления, тогда как оживления экономической активности и усиления кредитования реального сектора на самом деле не произошло. Одновременно рост государственного долга явился дополнительным источником нестабильности, спровоцировав кризисную ситуацию в ряде стран, прежде всего в еврозоне.

Дополнительным фактором риска стало крайне резкое, не имеющее аналогов в предыдущей экономической истории, повышение в ряде наиболее развитых стран уровня соотношения государственного долга центральных правительств и ВВП. Так, с 2007 по 2009 гг. (т.е. всего за два года) данное соотношение выросло в Великобритании с 48 до 73%, в США – с 47 до 67%, в странах еврозоны – с 52 до 71%, в Японии – со 150 до 174%<sup>27</sup>.

Следует отметить, что наращивание государственного долга традиционно (в соответствии с кейнсианскими и позднейшими экономическими теориями) использовалось как средство выхода развитых экономик из кризиса (рациональной политикой признавалось сочетание увеличения госдолга в период кризиса с последующим его сокращением в период экономического роста). Однако с вступлением в период опережающего роста финансового сектора в развитых странах возник фактор, препятствующий снижению государственного долга в период экономического роста пропорционально увеличению госдолга в период экономического спада. С резким расширением емкости всех финансовых рынков у инвесторов появилась потребность в

---

<sup>27</sup> Из базы данных МВФ-ВБ.

большем, нежели ранее, объеме рынков государственного долга в связи с необходимостью инвестировать часть своего портфеля в наиболее надежные и ликвидные инструменты, в качестве которых традиционно выступали именно государственные ценные бумаги. Так как в современной теории государственного долга одной из его макроэкономических функций признается создание ликвидных высоконадежных активов для коммерческих банков и иных групп инвесторов, государственная долговая политика в большинстве развитых стран была скорректирована. В результате рынки госдолга также начали расти существенно быстрее национальных экономик (см. табл. 16).

**Таблица 16. Изменение соотношения емкости рынков государственного долга и ВВП в развитых странах**

	1990 г.	2000 г.	2010 г.
ВВП стран с наиболее высокими доходами (членов ОЭСР), млрд. долл.	18 074	26 178	42 860
Стоимость государственных ценных бумаг развитых стран в обращении, млрд. долл.	8412	18 688	35 635
Соотношение между стоимостью государственных ценных бумаг в обращении и ВВП развитых стран, в %	46,5	71,4	83,1

*Источник:* рассчитано по данным МВФ, Банка международных расчетов Merrill Lynch.

При этом, в отличие от других долговых секторов финансового рынка, инструменты государственного долга в качестве естественного и совершенно очевидного показателя покрытия обязательств имеют непосредственно валовой внутренний продукт. Поэтому приближение уровня госдолга, выраженного в государственных ценных бумагах, к уровню 80% от объема ВВП (не говоря уже о давно произошедшем пробитии уровня 60%, традиционно считавшегося показателем надежности суверенного заемщика) стало сигналом уменьшения надежности данного сектора еще до снижения рейтинговыми агентствами суверенных кредитных рейтингов ряда развитых стран; в результате часть наиболее консервативных инвесторов начали выводить свои средства из государственных облигаций развитых стран. Таким образом, возникшая на долговых рынках нестабильность имеет вполне фундаментальное обоснование.

В России в период кризиса 2009 и 2010 годов, несмотря на государственную поддержку банковского сектора, рост объемов кредитования реального сектора составил всего 4 и 12% соответственно. Возросшие социальные расходы бюджета стимулировали расширение импорта и усиление инфляции и лишь в незначительной степени – рост отечественного производства. Однако благоприятная внешняя конъюнктура позволила стабилизировать государственный бюджет, который уже в 2011 г. был сведен с профицитом в 0,8% ВВП. По состоянию на начало 2012 г. государственный долг РФ составлял 11,7% ВВП, что является одним из наиболее низких показателей в мире.

Подобный уровень госдолга дает основания ряду официальных лиц и экспертов предполагать возможность его увеличения до «определенных безопасных пределов». Уровень безопасности для периода до 2020 г. уже установлен в 25% ВВП, как это следует, например, из предложений доклада «Стратегия-2020: новая модель роста – новая социальная политика». Кроме того, в разрабатываемом Министерством экономического развития долгосрочном прогнозе социально-экономического развития РФ до 2030 г. в ряде сценариев (в том числе и в базовом инновационном) предполагается сохранение бюджетного дефицита практически на всем прогнозируемом периоде.

В связи с этим следует подчеркнуть, что важен не только сам по себе показатель соотношения госдолга и ВВП (равно как и другие аналогичные показатели, в которых участвует уровень госдолга, – в соотношении его с налоговыми поступлениями, с совокупными доходами бюджета, с объемом экспорта и т.д.), но и темпы его увеличения. Резкий рост госдолга в отдельные периоды, отражаемый на графике погашения обязательств в виде пиков, может кардинально усилить риск краткосрочной ликвидности. Необходимость погашать или рефинансировать значительный объем государственного долга в течение относительно небольшого промежутка времени с большей вероятностью приведет к суверенному дефолту, чем даже многократно более высокое соотношение госдолга и ВВП, при условии, что в данный промежуток времени происходит «схлопывание» глобальных финансовых рынков.

При этом если для установления такого соотношения абсолютного уровня госдолга и ВВП, при превышении которого считается, что надежность суверенного заемщика снижается (например, 60 и 100% ВВП), существуют



достаточно простые ориентиры, то для соотношения темпов роста госдолга и темпов роста ВВП таких простых ориентиров нет. Однако при рассмотрении вопроса о взаимовлиянии госдолга и экономики в практическом аспекте на первый план выходит взаимосвязь между ростом экономики и ростом госдолга, в то время как абсолютные характеристики размера долга и экономики имеют второстепенное значение. Основная рекомендация, выработанная в мировой практике в отношении оптимальной зависимости роста госдолга от роста экономики, может быть сформулирована в следующем виде: чем выше темпы экономического роста и ниже реальные процентные ставки, тем с меньшими проблемами сопряжено использование государством займов для финансирования своих расходов.

Такой вывод был получен на основе использования классической модели характера взаимозависимости между ростом госдолга и ростом экономики, разработанной Евсеем Домаром в 1944 г. Эта модель увязывает размер государственного долга с размером валового национального продукта, а прирост государственной задолженности – с ростом экономики.

На основе данной модели Домар сформулировал некоторые фундаментальные выводы. Прежде всего следующий: даже постоянно растущий государственный долг необязательно ухудшает будущую налогово-бюджетную ситуацию вследствие повышения налоговых ставок и увеличения государственных расходов, связанных с обслуживанием государственного долга, – определяющей величиной в случае фиксированных ставки процента (доходности государственных облигаций) и доли задолженности в ВВП является темп экономического роста.

В начале 80-х годов XX века в теорию государственного долга были внесены некоторые дополнения, которые, увязывая уровень госдолга и уровень налогов, определяли госдолг в качестве альтернативы налогам и, следовательно, как инструмент стимулирования экономики. Толчком к активизации исследований в этой области послужила статья Роберта Барро 1979 года<sup>28</sup>, в которой автор развивал теорию «оптимальных» государственных финансов на основе теоремы эквивалентности Рикардо, которую впоследствии стали называть теоремой Барро–Рикардо. Одним из теоретических выводов работы Барро стал вывод о том, что оптимизация

---

<sup>28</sup> Barro, Robert J. On the determination of public debt // Journal of Political Economy. Vol. 87. Issue 5. Part 1. P. 940–971.

государственных финансов предполагает обеспечение постоянного (либо, по крайней мере, планируемого) соотношения налогов и доходов.

Исходя из постулатов теоремы эквивалентности Барро–Рикардо следует считать, что изменение налоговой политики (закрывающееся, например, в установлении более низких налогов в настоящем времени и более высоких в будущем) не влияет на национальные сбережения и инвестиции, если приведенная стоимость налогов не изменяется. Поэтому государство, используя государственные заимствования как инструмент замещения налогов, может ставить и решать задачу сглаживания налогов, т.е. установления оптимального графика налоговых платежей с точки зрения потребностей государства и негосударственного сектора.

Результаты теоретических исследований, основанные на теореме Барро–Рикардо, достаточно активно были восприняты практикой регулирования государственного долга. Однако вскоре появились работы, в которых содержались предостережения от излишнего увлечения применением фундаментальных положений теоремы на практике. Кроме ряда опасностей, присущих использованию государственных заимствований в качестве средства замещения налоговых платежей, на которые мы укажем ниже, в качестве одного из таких аргументов приводился тезис о несостоятельности самой теоремы. Обнаружились слабости в эмпирическом ее подтверждении; как показал анализ реальной практики, выполнимость положений теоремы эквивалентности Барро–Рикардо вызывает большие сомнения<sup>29</sup>.

Тем не менее популярность теоремы среди наиболее влиятельных экономических специалистов оказала определенное влияние на изменение взглядов на соотношение между темпами роста государственного долга и экономики, и в результате в течение последних 20 лет в развитых странах темпы роста госдолга стабильно превышают темпы роста экономики.

Проблема темпов роста соотношения госдолга и ВВП традиционно актуальна для России ввиду низкой срочности ее национального долга. Наиболее показательным в этом плане стал долговой кризис 1998 года, в значительной мере предопределенный резким ростом объема заимствований, начавшимся в конце 1995 г.<sup>30</sup>. Абсолютное соотношение внутреннего

---

<sup>29</sup> Констатация этого факта вошла даже в университетские учебники. См., например: Сакс Дж. Д., Ларрен Ф. Б. Макроэкономика. Глобальный подход. – М.: Дело, 1996. С. 239.

<sup>30</sup> Подробнее см.: Данилов Ю.А. Рынки государственного долга. Мировые тенденции и российская практика. – М.: ГУ ВШЭ, 2002. С. 64–79.

госдолга и ВВП в стране было, по мировым меркам, совершенно незначительным – 0,2 по состоянию на конец 1997 г. и 0,27 по состоянию на 1 июля 1998 г. (при сопоставлении с удвоенной величиной полугодового ВВП). Однако темп роста этого показателя был очень высоким – еще в 1993 г. он составлял всего 0,09. Заглядывая в будущее, можно предположить, что ситуация может повториться, если управление госдолгом в России будет ориентироваться лишь на среднемировые значения соотношения госдолга и ВВП, игнорируя вторую составляющую риска долгового кризиса – избыточно высокие темпы роста государственного долга.

Относительные характеристики (темпы роста) более важны при прогнозировании финансовых балансов, поскольку именно приросты формируются потоками, увязывающими всю финансовую систему в единое сбалансированное (или несбалансированное) целое.

Существует несколько способов финансирования дефицита бюджета РФ. Прежде всего, дефицит может финансироваться из нефтегазовых фондов (Резервного фонда и Фонда национального благосостояния), а также из доходов от приватизации. Отметим, что, несмотря на существующие государственные резервы, возможности данного вида финансирования в российских условиях достаточно ограничены.

Основным же источником покрытия дефицита бюджета является долговое финансирование, которое возможно из внешних и внутренних источников.

Внешнее финансирование осуществляется путем выпуска государством облигаций, номинированных преимущественно в иностранной валюте и размещаемых на международных финансовых рынках (еврооблигаций). Также возможно приобретение нерезидентами государственных долговых ценных бумаг, размещенных на внутреннем рынке, однако такие операции, как правило, проводятся через российских посредников и в статистике отражаются как приток капитала в негосударственный сектор. К преимуществам внешнего финансирования (т.е. размещения займов на внешних рынках капитала) относятся более длительный срок обращения облигаций (хотя в последние годы вырос и срок обращения внутренних облигаций) и их сравнительно низкая стоимость. Вместе с тем финансирование бюджетного дефицита из внешних источников связано с определенными рисками. Прежде всего к ним относится валютный риск – в случае девальвации рубля происходит удорожание обслуживания долга. Кроме того, финансирование и рефинансирование дефицита попадает при

этом в зависимость от конъюнктуры мирового рынка капитала, которая, по большинству оценок, в текущем десятилетии будет нестабильной.

Преимущества использования внутренних источников финансирования дефицита бюджета несколько. Во-первых, заимствования осуществляются в национальной валюте и денежные власти в известных пределах в состоянии управлять рынком федеральных облигаций. В случае ускорения инфляции снижаются относительные расходы по обслуживанию внутреннего долга. Во-вторых, эмиссия федеральных облигаций содействует развитию финансовых рынков и иногда дает возможность регулировать процентные ставки в экономике, обеспечивать залогами банковскую систему для получения рефинансирования. Основным же недостатком использования внутренних заимствований для финансирования государственного долга является отвлечение для этих целей ресурсов, потенциально предназначенных для других финансовых инструментов – банковского кредитования, корпоративных облигаций и проч. Эти ресурсы все равно могут попасть в экономический оборот, но уже в форме госрасходов и направляться при этом на потребление, если только наращивание государственных заимствований не будет осуществляться на фоне профицита бюджета (как это было в 2011 г.).

Зарубежный опыт говорит о том, что размер внутреннего рынка государственного долга в подавляющем большинстве стран больше размера внешнего рынка госдолга данной страны (см. табл. 17). Особенно велик разрыв между внутренним и внешним рынками государственного долга у наиболее развитых стран, отличающихся емким внутренним инвестиционным спросом. Важным фактором опережающего роста внутреннего рынка госдолга является наличие у национальной валюты статуса свободно конвертируемой (резервной). Ориентация в основном на внутренний рынок позволяет уходить от валютных и глобальных рисков. Кроме того, в ряде развитых стран существуют ограничения по размещению государственных облигаций на внешних рынках, устанавливаемые с целью избежать конкуренции государства с национальными частными заемщиками на глобальных рынках, поскольку подавляющее большинство глобальных инвесторов устанавливают так называемые страновые лимиты. Страны с развивающимися финансовыми рынками, сталкиваясь с ограничениями при осуществлении внутренних заимствований (прежде всего по общему размеру инвестиционного спроса и по дюрации пассивов), более активно используют

возможности внешнего финансирования, идя при этом на дополнительные риски, связанные с выходом на внешний рынок.

**Таблица 17. Стоимость в обращении государственных долговых ценных бумаг на внутренних и внешних рынках (июнь 2011 г.), млрд. долл.**

	Внутренний рынок	Внешний рынок	Соотношение
Все страны	41 058,9	2688,2	15,3
Развитые страны	35 169,1	2046,1	17,2
Развивающиеся рынки	5759,7	602,1	9,6

*Источник:* рассчитано по данным Банка международных расчетов (BIS).

При этом страны с наиболее крупными развивающимися рынками ведут себя, как и страны с развитыми рынками. Имея внутренний рынок с достаточным уровнем инвестиционного спроса, они предпочитают осуществлять государственные заимствования на внутреннем рынке, уходя от рисков внешних рынков. Страны с меньшим уровнем инвестиционного спроса на внутреннем рынке (к которым относится и Россия) характеризуются значительно более низким соотношением между объемами внутреннего и внешнего рынков своего государственного долга (см. табл. 18).

**Таблица 18. Стоимость в обращении государственных долговых ценных бумаг стран с крупными и крупнейшими развивающимися рынками на внутренних и внешних рынках (июнь 2011 г.), млрд. долл.**

Страна	Внутренний рынок	Внешний рынок	Соотношение
Индия	611,3	0	+ ∞
Китай	1485,2	4,9	303,1
Южная Корея	534,2	7,2	74,2
Бразилия	957,0	51,3	18,7
Южная Африка	139,2	11,2	12,4
Мексика	283,9	46,3	6,1
Турция	223,5	46,9	4,8
Польша	230,5	63,9	3,6
<b>Россия</b>	<b>101,9</b>	<b>33,3</b>	<b>3,1</b>

*Источник:* рассчитано по данным Банка международных расчетов (BIS).

Таким образом, Россия при принятии решения о размещении государственных долговых ценных бумаг вынуждена учитывать и фактор низкого внутреннего спроса на них, что предопределяет в среднесрочной перспективе достаточно активное использование внешних рынков для целей размещения государственных обязательств в случаях, когда наращивание госдолга будет осуществляться достаточно интенсивно. В случае отказа от внешних заимствований либо относительно неактивного использования иностранных инвестиций для финансирования госдолга Россия, ориентируясь на возможности внутреннего рынка, в среднесрочной перспективе будет вынуждена ограничивать рост государственного долга.

В настоящем исследовании мы рассматриваем случай исключительно внутреннего финансирования государственного долга, при этом рост долга осуществляется за счет эмиссии федеральных облигаций. Анализируются три сценария динамики внутреннего облигационного долга.

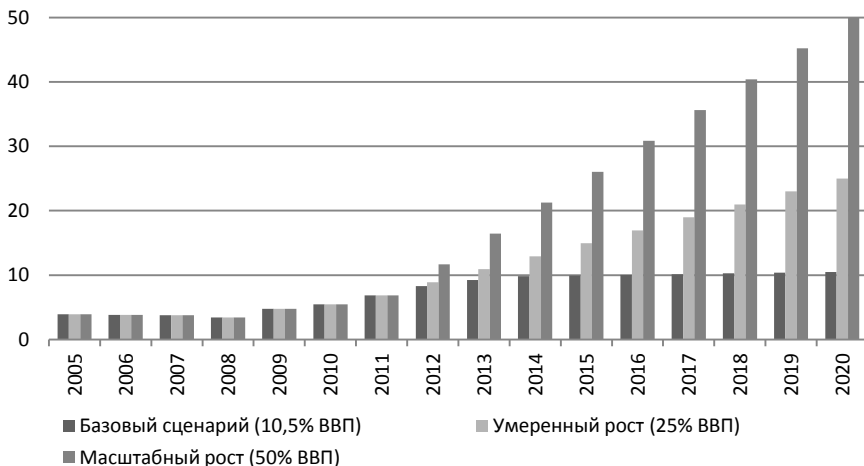
Согласно первому варианту внутренний долг вырастет с 6,9% ВВП на начало 2012 г. до 10,5% ВВП к концу 2020 г. Данный вариант предполагает отсутствие дефицита федерального бюджета после 2015 г., а незначительный рост объема долга вытекает из задач поддержки рынка и предоставления финансовому сектору надежных и ликвидных облигаций. Поскольку этот вариант соответствует консервативному, или энергосырьевому сценарию по версии Министерства экономического развития РФ, мы будем называть его базовым сценарием.

Второй сценарий предполагает умеренный рост облигационного долга – до 25% ВВП к концу 2020 г. Этот вариант включает сохранение на рассматриваемом периоде также умеренного дефицита бюджета – в 1–3% ВВП. По мнению ряда экспертов, он является приемлемым при определенных условиях. Более того, в Стратегии-2020 были внесены предложения о верхнем пределе государственного долга именно в 25% ВВП.

Третий сценарий предполагает масштабный рост облигационного долга – до 50% ВВП и наличие дефицита бюджета в 3–8%. Реализация подобного варианта возможна при расширении бюджетных расходов (в случае «бюджетного популизма») и/или заметном ухудшении внешней конъюнктуры.

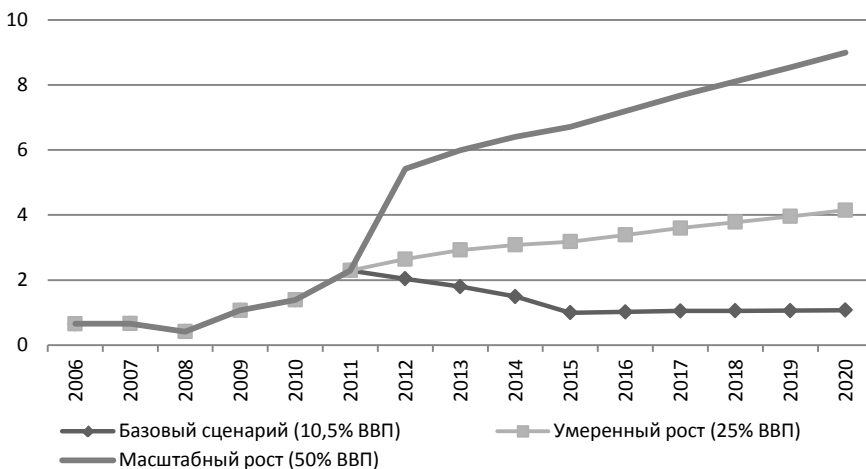
Охарактеризованные сценарии динамики рынка государственного внутреннего облигационного долга в графическом выражении представлены на рис. 16 и 17.

**Рис. 16. Сценарная динамика государственного внутреннего облигационного долга, в % ВВП**



Источник: расчеты авторов.

**Рис. 17. Сценарные приросты государственного внутреннего облигационного долга, в % ВВП**



Источник: расчеты авторов.

Отметим, что прирост государственного внутреннего облигационного долга отличается от объема дефицита федерального бюджета, поскольку заимствования на внутреннем рынке осуществляются не только для финансирования дефицита бюджета, но и для поддержки рынка федеральных облигаций. Мы предполагаем, что для целей поддержки рынка ежегодно происходит увеличение облигационного долга на 0,7–1,0% ВВП.

Одновременно предполагается развитие рынка корпоративных облигаций, соответствующее «Идеальной модели» фондового рынка. Данный тренд подразумевает постепенное увеличение объема рынка корпоративных облигаций с 5,5% ВВП в 2010 г. до 17,4% ВВП к 2020 г. Это означает, что к 2020 г. объем общего облигационного рынка составит 50% ВВП в рамках сценария умеренного роста и 75% ВВП в рамках варианта масштабного роста внутреннего государственного долга.

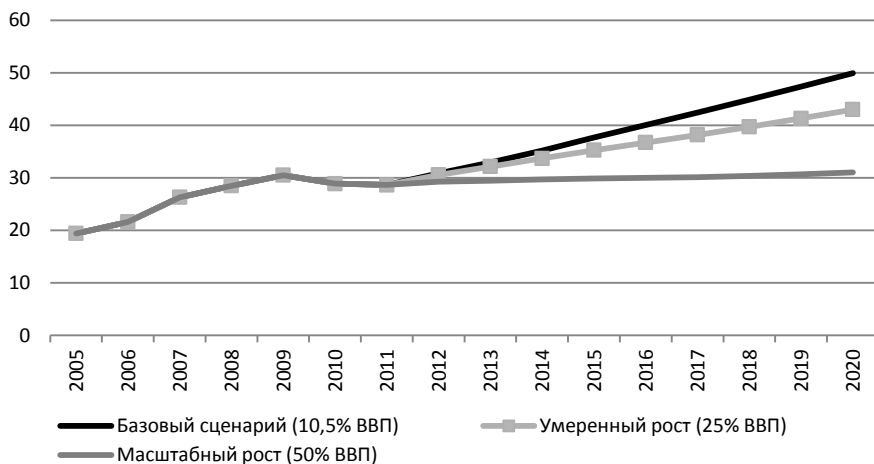
При проведении расчетов был сделан ряд предположений, связанных с возможной структурой банковских активов.

Во-первых, пропорции банковских вложений в корпоративные облигации относительно банковского кредитования предприятий сохраняются на уровне базового сценария (отношение объема корпоративных облигаций на банковских балансах к объему кредитов предприятий увеличивается с 8% в 2010 г. до 11,5% в 2020 г.).

Во-вторых, доля банковской системы на рынке федеральных облигаций сохраняется на уровне базового сценария. Линейный подход требовал бы, при неизменном объеме внутренних располагаемых ресурсов, прямого вычета финансовых ресурсов из банковского кредитования. Маловероятно, что банковский сектор резко увеличит вложения в государственные облигации (как это было в 1997–1998 гг.). В представленных сценариях мы рассматриваем единый тренд доли банков на рынке федеральных облигаций, увеличивающейся с 45,2% рынка в 2010 г. до 53,3% в 2020 г. (см. рис. 18). (Отметим, что в прошедшем десятилетии данный показатель колебался около 40%.)

Приведенные выше предположения отражают ожидания определенного роста банковских инвестиций в облигационный рынок, в том числе и в федеральные облигации, но, одновременно, и сохранение допустимой структуры активов с точки зрения доходности и рисков.



**Рис. 18. Объем банковских кредитов предприятиям, в % ВВП**

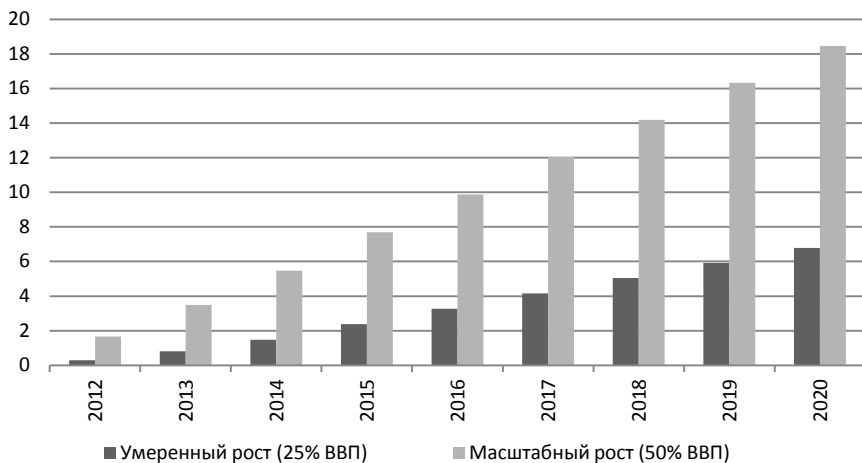
Источник: расчеты авторов.

Как видно на рис. 18, даже при достаточно весомых предположениях о структуре банковских активов кредитование реального сектора оказывается несколько ниже в варианте умеренного роста государственного долга. Масштабный же рост внутреннего долга (до 50% ВВП к 2020 г.) оказывает угнетающее влияние на кредитную активность – на всем прогнозном периоде отношение объема кредитов корпорациям к ВВП остается практически неизменным.

Между тем снижение темпов кредитования реального сектора не является единственной «платой» за рост внутреннего долга – для покупки всей эмиссии федеральных облигаций на рынке внутреннего долга должны присутствовать финансовые ресурсы других институциональных агентов: внешних инвесторов, корпораций и населения. Отметим, что по сравнению с базовым сценарием объем этих ресурсов должен быть значительным – свыше 6 и 18% ВВП в 2020 г. (см. рис. 19). Инерционный прогноз развития финансового сектора (соответствующий базовому сценарию) показывает, что банковские депозиты корпораций в 2020 г. составят 21% ВВП – в случае масштабного роста внутреннего госдолга практически все банковские счета предприятий должны быть задействованы для финансирования внутреннего

долга. Но и почти треть ресурсов предприятий, которую необходимо «освоить» при варианте умеренного роста государственного долга, является ощутимым вычетом из инвестиционного процесса.

**Рис. 19. Потребность в дополнительном финансировании внутреннего долга (помимо банковской системы), в % ВВП**



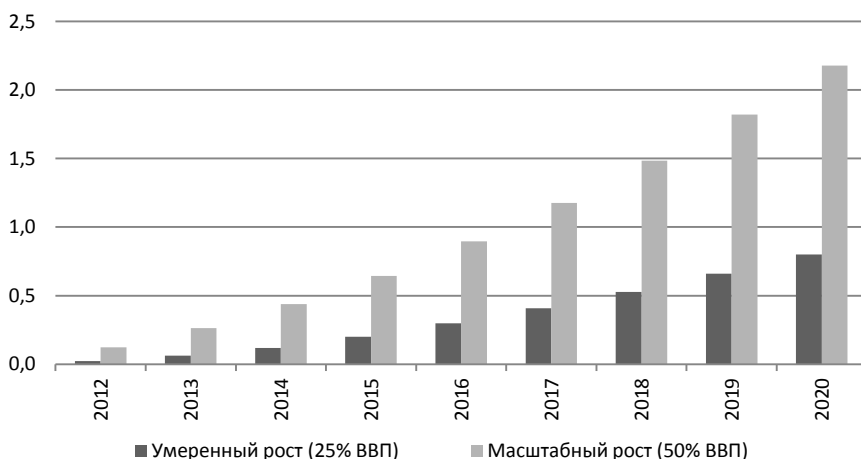
Источник: расчеты авторов.

Мы не рассматриваем вариант финансирования внутреннего государственного долга внешними инвесторами. Однако в случае, если дополнительное (помимо банковской системы) финансирование на рынке внутреннего облигационного долга будет осуществляться нерезидентами, то к 2020 г. их вложения по сравнению с базовым вариантом должны будут увеличиться на 250 млрд. долл. (при умеренном росте долга) и на 650 млрд. долл. (при масштабном росте долга).

Интенсивный рост государственного внутреннего долга негативно воздействует и на рынок корпоративных облигаций. Кроме того, расширение рынка федеральных облигаций оказывает подавляющее воздействие на банковское кредитование: соблюдение (в силу сделанных предположений о структуре банковских активов с позиций доходности и рисков) пропорций между банковскими инвестициями в корпоративные облигации и

кредитованием ведет к сокращению инвестиций банков в данный вид ценных бумаг. Расчеты показывают, что для обеспечения развития рынка корпоративных облигаций по базовому тренду в условиях увеличения государственного внутреннего долга необходимо дополнительное небанковское привлечение инвестиций в размере от 0,8 до 2,2% ВВП в зависимости от сценария (см. рис. 20).

**Рис. 20. Потребность в дополнительном финансировании рынка корпоративных облигаций для обеспечения роста внутреннего долга, соответствующего базовому сценарию, в % ВВП**



Источник: расчеты авторов.

Следует также остановиться на возможных вариантах ускоренного роста государственного долга без отвлечения финансовых ресурсов из экономики. Речь идет о возможном наращивании госдолга не за счет выпуска казначейских облигаций, а за счет внедрения в российскую практику проектных, так называемых «доходных», и иных облигаций, выпускаемых с целью финансирования инвестиционных проектов (преимущественно инфраструктурного характера)<sup>31</sup>. Дело в том, что, ориентируясь на

<sup>31</sup> Подробнее см. приложение 1.

среднемировые уровни соотношения государственного долга и ВВП, сторонники масштабного роста госдолга упускают из виду то обстоятельство, что во многих странах более высокий уровень соотношения государственного долга и ВВП обусловлен наличием именно такого сектора государственных обязательств.

Напомним, что идея «инфраструктурных облигаций», на практике сведшаяся к выпуску облигаций инфраструктурными предприятиями, изначально опиралась именно на мировой опыт эмиссии различных долговых инструментов (чаще всего эмитируемых при непосредственном участии государства), ориентированных на финансирование масштабных инфраструктурных проектов.

Финансирование инвестиционных проектов, имеющих высокую общественную (или социально-экономическую) значимость, но относительно низкую рентабельность, посредством выпуска долговых обязательств от имени или под гарантии государства, а также при иных формах поддержки государства – весьма распространенная в мире практика. В разных странах применяются различные формы участия государства в финансировании подобных проектов. Прямое инвестирование бюджетных средств является наименее эффективной формой такого финансирования, однако именно оно наиболее широко используется в РФ. Финансирование посредством выпуска облигаций или иных видов долговых обязательств заметно повышает эффективность крупных инвестиционных проектов с относительно низкой рентабельностью. При этом участие государства может быть самым разным, в том числе в виде:

- выпуска долговых обязательств непосредственно от имени государства или его субъектов, или муниципальных органов – в этом случае выпущенные обязательства неизбежно увеличивают размер государственного долга;
- выпуска долговых обязательств от имени специальных юридических лиц, являющихся или не являющихся государственными органами, либо являющихся агентами государства, – в этом случае зачисление объема выпущенных обязательств в состав государственного долга зависит от законодательного определения государственного долга, использующегося в той или иной юрисдикции<sup>32</sup>;

---

<sup>32</sup> Следует отметить, что в ряде стран применяются различные оценки размеров государственного долга, по-разному учитывающие долг таких квазигосударственных органов. Из наиболее

- предоставления государственных гарантий по долговым обязательствам, выпускаемым юридическими лицами, не являющимися органами исполнительной власти, – в этом случае увеличение объема государственного долга происходит только при использовании предоставленных государственных гарантий;
- предоставления иных форм государственной поддержки<sup>33</sup> по долговым обязательствам юридических лиц, не являющихся органами исполнительной власти, – в этом случае увеличения объема государственного долга не происходит.

Финансирование общественно значимых проектов за счет выпуска облигаций имеет очевидные преимущества перед бюджетным финансированием таких проектов. Во-первых, более высокая эффективность облигационного финансирования обусловлена при этом выделением отдельного проекта из общего объема бюджетных капиталовложений, что позволяет прямо оценить эффективность использования инвестируемых средств, применяя стандартные показатели оценки эффективности инвестиционного проекта. Во-вторых, существенно повышается прозрачность проекта, что резко уменьшает возможности для применения коррупционных схем, а также увеличивает ответственность исполнителей. В-третьих, долговой характер финансирования обеспечивает стабильность объема средств, требуемых для реализации проекта, в течение всего периода его реализации, а также сокращение сроков реализации проекта, стимулирует получение доходов, требующихся для погашения обязательств.

При наращивании государственного долга за счет неказначейских обязательств происходит принципиально иное, чем при росте объема

---

известных примеров здесь следует указать на долговые обязательства федеральных агентств США. К федеральным агентствам в США относятся две группы институтов: институты, связанные с федеральными органами (federally related institutions, сокращенно FRI), являющиеся государственными, и организации, поддерживаемые правительством (Government sponsored enterprises, сокращенно GSE), являющиеся частными. US Census Bureau относит облигации федеральных агентств к долговым обязательствам общественного сектора, выделяя их отдельной строкой наряду с ценными бумагами Казначейства США и муниципальными облигациями. Merrill Lynch иначе оценивает размер общественного долга США, учитывая в его составе не все облигации федеральных агентств, а только те облигации, на которые распространяются так называемые моральные обязательства правительства США, либо которые прямо гарантируются правительством США, т.е. облигации институтов, связанных с федеральными органами. Международные финансовые организации при оценке государственного долга США, как правило, учитывают только объем казначейских обязательств.

<sup>33</sup> Подробнее см. приложение 1.

государственного долга за счет казначейских обязательств, перераспределение финансовых ресурсов в экономике. Преимуществами расширения сектора государственных облигаций «инвестиционного» характера следует признать отсутствие отвлечения ресурсов из экономики и потенциальную возможность сокращения бюджетных расходов. Если предположить перевод всех инвестиционных проектов, финансирование которых государство в настоящее время осуществляет за счет расходов госбюджета, на финансирование посредством выпуска государственных проектных облигаций, то будут наблюдаться следующие изменения показателей, влияющие на сумму финансирования общественно значимых проектов:

- общий размер расходов государственного бюджета сократится;
- доходы государственного бюджета сократятся на ту же сумму;
- объем обязательств государства вырастет на данную сумму;
- объем финансовых вложений в государственные облигации вырастет.

В данном случае наращивание государственного долга становится альтернативой росту бюджета, что, в соответствии с экономической теорией, признается правильным и эффективным.

### **Основные выводы**

Исключительно внешнее финансирование дефицита бюджета требует обеспечения суммарного за период 2012–2020 гг. притока иностранного капитала в государственные облигации в объеме около 0,9 трлн. долл. для сценария умеренного роста госдолга и 1,8 трлн. долл. – для сценария его масштабного увеличения.

В целях сохранения устойчивого экономического роста необходимо такое увеличение кредита экономике, которое позволило бы достичь в 2020 г. отношения банковских кредитов к ВВП в 50% (по сравнению с 30% в 2011 г.). Использование преимущественно внутренних источников финансирования государственного долга отвлекает ресурсы, потенциально предназначенные для кредитования нефинансового сектора. В сценарии масштабного увеличения внутреннего долга объем банковских кредитов предприятиям по отношению к ВВП остается на уровне 2010 г.

Банковских ресурсов оказывается недостаточно для финансирования эмиссии федеральных облигаций в полном объеме. Необходимые для этого

ресурсы в случае привлечения внешних инвестиций составляют от 250 до 650 млрд. долл., или от 30 до 90% остатков на банковских расчетных счетах и депозитах корпораций.

Увеличивающийся государственный долг создает дополнительные проблемы по его обслуживанию. Даже при стоимости долга, соответствующей 5% годовых в рублях (что в настоящее время несомненно является заниженной оценкой), его обслуживание в 2020 г. будет составлять от 1,1 до 2,3% ВВП в зависимости от сценария (умеренный или масштабный рост). В связи с этим актуализируется вопрос о сокращении объема непроцентных расходов на эту величину для сохранения требуемых показателей дефицита бюджета.

В случае даже частичного использования внешнего финансирования меняется структура платежного баланса. Усиление привлечения внешних заимствований в масштабах, необходимых для компенсации недостающих ресурсов банковской системы (8 и 21% ВВП в зависимости от сценария), приводит к росту выплат инвестиционных доходов. В зависимости от сценария (умеренный или масштабный рост госдолга) ежегодные выплаты могут вырасти к 2020 г. на 12–32 млрд. долл.

Все приведенные цифры свидетельствуют о проявлении «эффекта вытеснения», при этом в сценарии масштабного роста госдолга (до 50% ВВП) он проявляется в крайне жесткой форме. Заместить вытесняемые в сектор госдолга ресурсы, которые могли бы быть направлены в экономику (при более или менее реалистичных предположениях), нечем. В результате, в связи с отсутствием финансовых ресурсов по сценарию, близкому к сценарию массовых неплатежей 1990-х годов, создаются предпосылки для приостановления роста экономики. Поэтому сценарий масштабного увеличения государственного долга следует признать нецелесообразным. Сценарий умеренного роста также ведет к формированию дефицита финансовых ресурсов для сектора «Корпорации», но последствия его реализации не столь катастрофичны. Можно предположить, что оптимальный тренд роста внутреннего госдолга находится между базовым сценарием и сценарием умеренного роста – ближе к базовому сценарию. Безусловно, в долгосрочной перспективе России следует ориентироваться на некоторые среднемировые стандарты уровня госдолга (в том числе для создания ликвидных рынков внутренних государственных ценных бумаг), но увеличивать госдолг следует крайне осторожно и постепенно, с тем чтобы

избежать при этом возможных негативных последствий (как «эффекта вытеснения» в период увеличения госдолга, так и формирования возможных пиков платежей впоследствии, а также снижения надежности РФ как заемщика).

Устранение (или, по крайней мере, существенное ослабление) «эффекта вытеснения» при относительно интенсивном росте государственного долга возможно также при его увеличении за счет облигаций, выпускаемых не с целью финансирования дефицита бюджета, а с целью финансирования реализации общественно значимых проектов (прежде всего инфраструктурного характера). В этом случае не происходит оттока финансовых ресурсов из экономики, вместе с тем, в случае достаточно интенсивного наращивания выпусков подобных облигаций, может наблюдаться нерациональное увеличение доли государства в экономике.



## 5. Прогноз развития финансовых рынков в рамках сбалансированного сценария

Объем располагаемых ресурсов для инвестирования в финансовые инструменты в текущем десятилетии будет достаточно стабильным – на уровне 33–34% ВВП. Этот объем будет формироваться из несколько сокращающегося объема внутренних сбережений и компенсироваться расширением привлечения ресурсов от внешнего мира (см. табл. 19).

**Таблица 19. Оценка располагаемого объема ресурсов национальной экономики для инвестирования в финансовые инструменты**

	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2020 г.
<b>Млрд. руб.</b>						
ВВП	53 808	59 238	66 016	73 207	80 477	131 018
Сальдо инвестиционных доходов	-1329	-1349	-1454	-1511	-1665	-2939
Сальдо оплаты труда и текущих трансфертов	-418	-458	-507	-562	-621	-1027
Валовой располагаемый доход	52 061	57 431	64 055	71 134	78 192	127 053
Конечное потребление	35 934	40 186	44 947	50 102	55 518	92 237
Валовое сбережение	16 127	17 244	19 108	21 031	22 674	34 816
Привлечение от внешнего мира	2235	3181	3265	3819	4351	8701
<b>Итого ресурсов</b>	<b>18 361</b>	<b>20 426</b>	<b>22 372</b>	<b>2850</b>	<b>27 024</b>	<b>43 517</b>
<b>В % ВВП</b>						
Валовое сбережение	30,0	29,1	28,9	28,7	28,2	26,6
Привлечение от внешнего мира	4,2	5,4	4,9	5,2	5,4	6,6
<b>Итого ресурсов</b>	<b>34,1</b>	<b>34,5</b>	<b>33,9</b>	<b>33,9</b>	<b>33,6</b>	<b>33,2</b>

Источник: расчеты авторов.

Распределение располагаемого объема сбережений между внутренним и внешним рынками во многом будет зависеть от состояния бизнес-климата в стране и от проводимой экономической политики. Формально располагаемые

ресурсы на уровне 33–35% ВВП являются хорошим показателем, позволяющим сохранять устойчиво положительные темпы роста в течение десятилетия. Однако, как и в предыдущие годы, сохраняется опасность их существенного снижения, прежде всего из-за оттока капитала, а также из-за низкой эффективности их использования. Одновременно отметим, что сбалансированный сценарий предусматривает отсутствие «перегрева» рынков, что предполагает постепенный рост объемов финансовых инструментов.

### **Облигационный рынок**

Развитие облигационного рынка будет находиться в зависимости как от макроэкономических условий, так и от состояния финансового сектора. Макропараметры «диктуют» уровень ресурсов для финансовых рынков и предложения долговых инструментов. Конъюнктура финансового сектора определяет параметры финансовых инструментов, характеризующие конкуренцию за доступные ресурсы. Такие макропараметры, как объем ВВП и его структура, влияют на размер внутренних сбережений. Показатели платежного баланса позволяют оценить приток внешних ресурсов на долговой рынок.

### **Макроэкономические параметры**

Базовый трендовый прогноз развития российской экономики основывается на достаточно консервативных предположениях, охарактеризованных выше. В целом фундаментальные гипотезы основываются на сохранении как умеренно позитивных внешних условий, так и действующей модели экономического роста.

Умеренно позитивные внешние условия предполагают:

- сохранение мировых цен на нефть на достаточно высоком уровне (95–100 долл./барр.), поддерживающем относительную стабильность;
- умеренное расширение спроса на продукцию российского экспорта, предполагающее рост российского экспорта в физических объемах в текущем десятилетии на 2–3%;
- отсутствие системных потрясений на мировых рынках капитала;
- доступность (в случае необходимости) внешних займов.

Перечисленные положения подразумевают реализацию энергосырьевого сценария развития российской экономики (описанного в правительственной «Стратегии социально-экономического развития РФ до 2020 года», утвержденной в октябре 2008 г.). Изменившиеся условия, прежде всего касающиеся оценки темпов роста мировой экономики, обусловили необходимость пересмотра ключевых показателей стратегии, представленной Министерством экономического развития РФ. Однако в целом трендовый прогноз предполагает умеренное развитие российской экономики в текущем десятилетии с темпами 3,5–4,0% в год. В отличие от МЭР мы не рассматриваем возможность возникновения глобального циклического кризиса в 2017 г. и остаемся лишь в рамках трендового прогноза.

Возможность реализации инновационного сценария, подразумевающего, кроме прочего, заметный рост инвестиций и увеличение темпов роста производства, в данном исследовании мы рассматриваем как низкую. Реализация инновационного сценария предполагает переход на новую модель развития, предъявляющую принципиально иные требования к состоянию бизнес-климата в стране, производственной и инвестиционной активности. В рамках данного сценария принципиально меняется и роль финансового сектора. Однако требования и к банковскому сектору, и к финансовым рынкам сегодня настолько декларативны, что не подлежат детальному моделированию.

Трендовый прогноз развития экономики России в предположении сравнительно высоких (но не растущих) цен на нефть и открытых для российских заемщиков мировых рынков капитала показывает следующее. Поддержание устойчивых (выше 3,5%) темпов роста ВВП сталкивается с проблемами после 2015 г. Стабильные цены на нефть и низкий рост физических объемов экспорта в условиях действующей модели роста оказываются недостаточными для этого факторами – для обеспечения темпов роста в 3% и выше во второй половине текущего десятилетия необходима активизация банковского кредитования и развития финансовых рынков, источниками которой должны явиться расширение рефинансирования банковской системы и увеличение чистого притока внешнего капитала. Эти меры позволят обеспечить расширение внутреннего спроса, которое, однако, не произойдет за счет относительного снижения внутренних сбережений и внешних заимствований.

## Финансовый сектор

Трендовый прогноз предполагает сохранение относительной стабильности платежного баланса – отрицательное сальдо счета текущих операций ожидается лишь к 2017 г., а положительное торговое сальдо сохранится в течение всего прогнозного периода (до 2020 г.). Этот прогноз предполагает умеренную девальвацию курса рубля, при этом инфляция в России сохранится на относительно высоком уровне (5–7% в год). В результате реальное укрепление рубля будет наблюдаться на уровне 2–3% в год, что позволит как ограничить рост импорта, так и сохранить инфляцию на приемлемом уровне. В целом данный вариант прогноза не рассматривает обменный курс рубля в качестве ключевого параметра развития финансового сектора, что подразумевает плавную девальвацию курса рубля одновременно с незначительным повышением его реального курса.

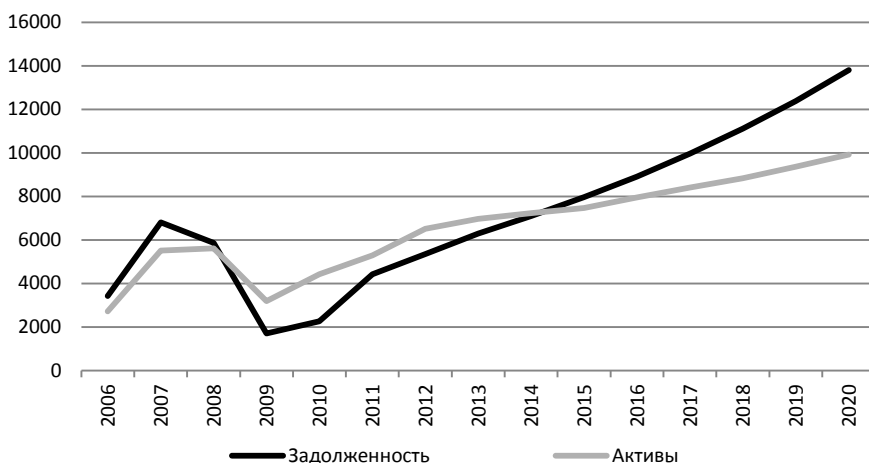
Высокий уровень нефтяных цен позволяет сводить государственный бюджет с незначительным дефицитом (не более 1% ВВП при отсутствии экспансии бюджетных расходов). Это предположение основывается на умеренном росте рынка внутреннего государственного долга. Очевидно, что облигации, характеризующиеся наименьшими рисками, хорошей ликвидностью (к тому же возможностью получения рефинансирования под их залог), обладают заметными преимуществами в увеличении их доли в общем объеме долгового рынка. Однако относительно незначительное расширение рынка федеральных облигаций оставляет возможность для увеличения объемов его прочих сегментов.

Ключевой проблемой стабильного развития российской экономики в текущем десятилетии выступает недостаток внутренних ресурсов. Сохранение действующей модели роста, основанной на расширении внутреннего спроса, предполагает, что высокие, но не растущие цены на нефть позволяют избежать финансового коллапса, но не обеспечивают устойчивого экономического роста – темпы экономического роста обеспечиваются расширением внутреннего спроса, для чего необходимы как аккумулирование внутренних ресурсов, так и расширение привлечения внешних. Внутренние же ресурсы увеличиваются как за счет банковского кредитования и развития финансовых рынков, так и за счет повышения склонности населения к потреблению (снижения нормы сбережений). В частности, банковская система вынуждена наращивать внешние

заимствования (одновременно со снижением прироста иностранных активов) и предъявлять спрос на рефинансирование со стороны ЦБ РФ.

В подобных условиях, с целью обеспечения высоких темпов экономического роста, снижается и становится отрицательным нетто-баланс сектора «Корпорации» в терминах финансовых потоков – каждый год начиная с 2015 г. сектор привлекает больше ресурсов от других секторов, чем предоставляет им (см. рис. 21).

**Рис. 21. Прирост активов и обязательств сектора «Корпорации», млрд. руб.**



Источник: расчеты авторов.

Наибольший интерес (и сложности в прогнозировании) представляет собой сегмент корпоративных облигаций.

С одной стороны, данный вид финансовых инструментов напрямую связан с развитием сектора «Корпорации» и с его балансом финансовых потоков. Сбалансированный сценарий развития финансового сектора предполагает равномерное развитие банковского кредитования и финансовых рынков. Потенциальное ускорение роста банковского кредитования (для обеспечения расширения внутреннего спроса и экономического роста) во второй половине текущего десятилетия может привести к снижению темпов роста национальных финансовых рынков. Целями банковского кредитования

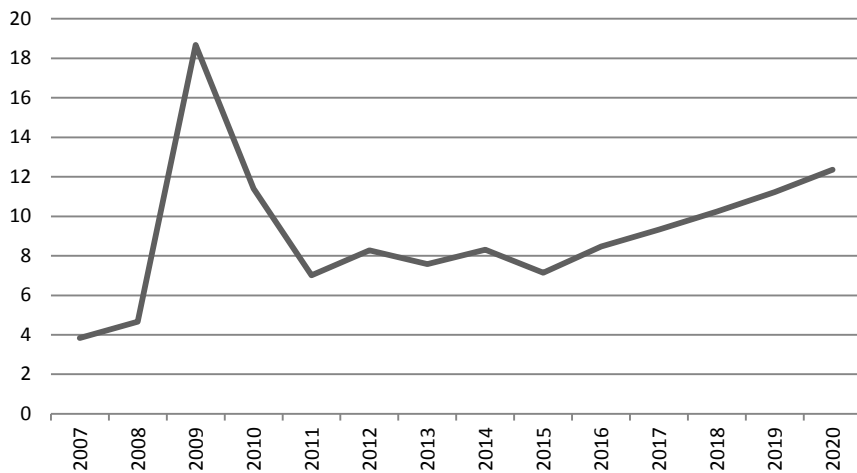
выступают при этом не только (и не столько) предприятия, сколько расширение внутреннего спроса – основными компонентами здесь являются потребительские кредиты и краткосрочные кредиты предприятиям. Источники же подобных кредитов – и внешние ресурсы (национальные банки более мобильны в привлечении внешних средств), и ресурсы Центрального банка (к которым имеют доступ лишь коммерческие банки). Во всех случаях основная доля дополнительных источников финансирования экономики приходится на коммерческие банки и внешние кредиты.

С другой стороны, определенными преимуществами обладает и облигационный рынок. В целом рынок облигаций будет развиваться поступательно и темпы роста его объемов будут превышать темпы роста номинального ВВП. Его развитие будет определяться рядом факторов:

- сохранением дефицита федерального и консолидированного бюджетов и расширением рынка федеральных и субфедеральных облигаций;
- расширением спроса на заемные средства со стороны предприятий;
- увеличением ликвидности банковских активов (секьюритизацией).

Перечисленные факторы приведут к постепенному увеличению доли располагаемых ресурсов для инвестирования в финансовые инструменты, обращающиеся на облигационном рынке (см. рис. 22). Отметим, что рост данного показателя будет обеспечиваться не столько конкуренцией с банковскими кредитами, сколько снижением роли инструментов, номинированных в иностранной валюте.

**Рис. 22. Доля располагаемых ресурсов для инвестирования в финансовые инструменты, поступающие на облигационный рынок, в % к общему объему**



Источник: расчеты авторов.

**Таблица 20. Прогноз объема рынка облигаций, в % к ВВП**

	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Федеральное правительство	6,9	8,3	9,2	9,8	9,9	10,0	10,1	10,3	10,4	10,5
Субфедеральные и муниципальные органы власти	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Банк России	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Банки	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Корпорации	5,3	5,5	5,4	6,0	6,7	7,6	8,8	10,1	11,6	13,4
<b>Итого</b>	<b>14,5</b>	<b>16,0</b>	<b>16,9</b>	<b>18,1</b>	<b>18,8</b>	<b>19,9</b>	<b>21,2</b>	<b>22,6</b>	<b>24,2</b>	<b>26,1</b>

Источник: расчеты авторов.

**Таблица 21. Прогноз структуры рынка облигаций по видам эмитентов, в % к объему рынка**

	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Федеральное правительство	47,3	51,8	54,5	54,3	52,7	50,3	47,9	45,3	42,8	40,2
Субфедеральные и муниципальные органы власти	6,4	6,3	6,3	5,9	5,6	5,3	5,0	4,7	4,4	4,1
Банк России	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Банки	8,3	7,5	7,1	6,6	6,4	6,0	5,7	5,3	4,9	4,6
Корпорации	36,2	34,4	32,1	33,2	35,3	38,3	41,4	44,7	47,9	51,2
<b>Итого</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Источник: расчеты авторов.

Одной из основных составляющих российского облигационного рынка является сегмент федеральных облигаций. Более того, его роль в первой половине текущего десятилетия существенно возрастет. Главным образом здесь играет роль следующее обстоятельство: российский бюджет останется дефицитным по крайней мере до 2014 г., на что указывает принятый в октябре 2011 г. среднесрочный бюджетный план, в котором фактически представлен график расширения рынка федеральных облигаций. Учитывая наименьший риск данных ценных бумаг, их удовлетворительную ликвидность, а также возможность получения рефинансирования в их залог, расширение рынка данного типа облигаций будет происходить как за счет прочих облигаций, так и, отчасти, за счет банковского кредитования предприятий реального сектора. В целом уже в 2012 г. объем федеральных облигаций превысит половину объема долгового рынка, и вплоть до 2016 г. его доля будет превышать 50% облигационного рынка. Задолженность федерального правительства по облигациям составит 10,5% ВВП, что вполне соответствует умеренным планам по увеличению государственного долга до 25% (в рамках консервативного сценария, предполагающего сохранение мировых цен на нефть на сравнительно высоком уровне и отсутствие масштабного расширения государственных расходов).

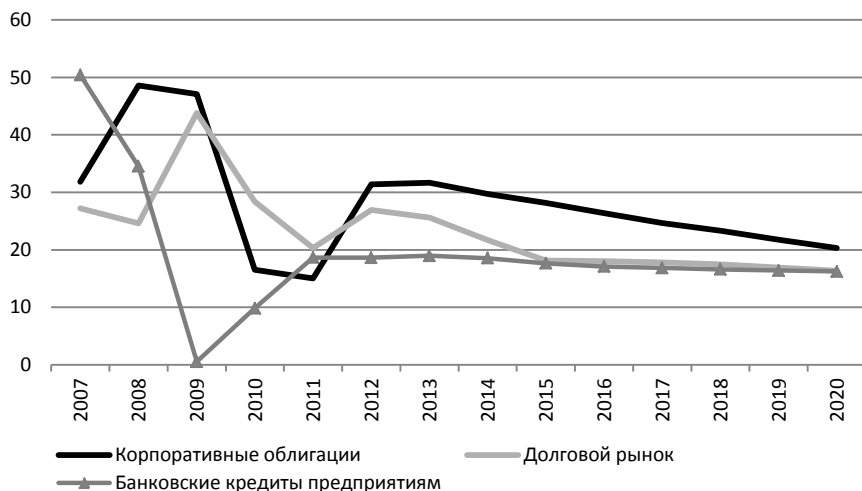
Рынок субфедеральных (муниципальных) облигаций будет развиваться в фарватере облигаций федеральных. Сбалансированный сценарий предполагает, что территориальные бюджеты будут сводиться с дефицитом и испытывать потребность в заемных средствах. Однако развитие данного



сегмента будет умеренным, принципиально отличаться от экспансии образца 1997–1998 и 2000–2002 годов и соответствовать динамике федерального облигационного долга. В целом доля субфедеральных облигаций в совокупном рынке облигаций несколько снизится – с 6,4 до 5,6% к 2015 г. и до 4,1% к 2020 г.

Сегмент банковских облигаций, получивший значительный импульс развития в предкризисный период, когда многие банки нуждались в привлеченных средствах для кредитной экспансии, будет постепенно уменьшаться, однако его доля останется заметной (6–7%) с учетом ликвидности данных финансовых инструментов, сравнительно низкого риска и присутствия ряда облигаций в залоговом списке ЦБ РФ.

**Рис. 23. Темпы роста объемов банковского кредитования предприятий, рынка облигаций и рынка корпоративных облигаций (сбалансированный сценарий), в %**



Источник: расчеты авторов.

Потребность в поддержке устойчиво положительных темпов роста национальной экономики влечет за собой необходимость сохранения высокой инвестиционной активности предприятий, для чего следует использовать

ресурсы. В данном контексте благоприятные перспективы могут столкнуться с рядом ограничений:

- объем располагаемых внутренних ресурсов, предназначенных для инвестирования в финансовые инструменты;
- конкуренция со стороны федеральных облигаций;
- конкуренция со стороны глобальных рынков капитала;
- структурные ограничения рынка, связанные с отраслевым развитием, с высокими рисками изменения внешнеэкономической конъюнктуры, со структурой собственности заемщиков и др.

В то же время рынок корпоративных облигаций обладает рядом преимуществ. Прежде всего сегментированная и низкокапитализированная российская банковская система не в состоянии предоставлять значительные по объему кредиты одному заемщику. Далее, учитывая сохранение в текущем десятилетии краткосрочного характера банковских пассивов, корпоративные облигации, будучи ликвидными и обращающимися на рынке, также имеют заметное преимущество.

## **6. Возможности и условия перехода к более высоким темпам роста финансового рынка при условии сохранения сбалансированности**

Полученные в результате рассмотрения сбалансированного сценария прогнозные параметры развития финансового рынка в целом ниже, чем те, которые соответствуют желаемому состоянию экономики и уровню инвестиций и вытекают из намерений руководства страны провести модернизацию национальной экономики. Таким образом, возникает разрыв между параметрами развития финансового рынка, которые достижимы в рамках сбалансированного сценария, и некоторыми желаемыми, «идеальными», параметрами. Безусловно, модернизация экономики России, требующая дополнительных финансовых ресурсов, совершенно необходима как с точки зрения насущных потребностей страны, так и в контексте глобальной конкуренции<sup>34</sup>. Однако установление в официальных документах более высоких целевых параметров развития экономики и финансового рынка (что подразумевает и более высокие темпы их роста) ведет на практике (в случае достижения этих более высоких уровней) к разбалансировке развития секторов, снижению устойчивости экономики и к серьезному усилению рисков. Следует прямо сказать, что при нынешнем уровне макроэкономических параметров и текущем состоянии инвестиционного климата в стране (обусловливающим наблюдаемый ныне уровень притока иностранных инвестиций) большинство желаемых параметров, лежащих в основе сбалансированного сценария, недостижимы. Простое завышение целевых параметров является чистого рода волонтаризмом.

Тем не менее, учитывая крайне высокую значимость повышения темпов устойчивого роста финансового сектора, рассмотрим основные предпосылки, при которых такое повышение достижимо без нарушения балансовых соответствий. Другими словами, рассмотрим возможности достижения более высоких значений параметров развития финансового рынка при условии сохранения его сбалансированного развития.

---

<sup>34</sup> Подробнее см. приложение 3.

Переход от сбалансированного сценария, описанного выше, к сбалансированному сценарию с более высокими параметрами развития финансового рынка, обеспечивающими, в свою очередь, более высокий уровень притока средств в сектор «Корпорации», предполагает серьезные изменения в структуре иностранных инвестиций и/или в структуре сбережений населения. Усиление притока средств в сектор «Корпорации», проходящих через финансовый рынок, требует активизации притока на него средств населения и иностранных инвесторов. Если мы предполагаем неизменность (по сравнению с «базовым» вариантом прогноза) общего объема сбережений населения и общего объема иностранных инвестиций, такое увеличение возможно только за счет:

- повышения в структуре сбережений населения доли сбережений, направляемых в ценные бумаги;
- повышения в структуре иностранных инвестиций доли прямых и портфельных инвестиций.

Эти структурные изменения не затрагивают оценку общего объема сбережений и общего объема иностранных инвестиций, поэтому все макроэкономические параметры не изменяются относительно базового сценария. Обозначим сценарий более высоких уровней параметров развития финансового рынка, предполагающих лишь структурные изменения сбережений населения и иностранных инвестиций (без изменения уровня сбережений и иностранных инвестиций и, соответственно, без изменения макроэкономических параметров) как «желаемый сценарий № 1».

Отметим, что существуют возможности и более значительной интенсификации притока средств в сектор «Корпорации» с финансового рынка, однако она одновременно будет затрагивать макроэкономические параметры, включая сальдо трансграничных капитальных операций. Для обеспечения еще более высоких объемов потоков в сектор «Корпорации», проходящих через финансовый рынок и, в свою очередь, еще более повышающих значения параметров финансового рынка (в дополнение к факторам усиления этих потоков и увеличения параметров, обозначенных в «желаемом сценарии № 1»), необходимы:

- сокращение оттока капитала, осуществляемого нефинансовыми предприятиями, и перераспределение высвобождающихся ресурсов в инвестиции в основной и оборотный капитал самих этих предприятий и в финансовые инвестиции;

- увеличение совокупного объема сбережений за счет сокращения потребления домохозяйств в части, обеспеченной финансовыми ресурсами, получаемыми домохозяйствами в виде потребительских кредитов<sup>35</sup>;
- увеличение общего притока иностранных инвестиций в страну.

Обозначим сценарий более высоких значений параметров развития финансового рынка, предполагающих, в дополнение к структурным изменениям сбережений населения и иностранных инвестиций, повышение общего уровня сбережений и иностранных инвестиций, а также сокращение оттока капитала, как «желаемый сценарий № 2».

Прогнозирование, в увязке с макроэкономическими параметрами, параметров развития финансового рынка, соответствующих «желаемому сценарию № 2», исключительно трудоемко и в настоящей работе не рассматривается.

Прогнозные параметры развития финансового рынка, соответствующие «желаемому сценарию № 1», будут рассмотрены ниже на примере прогнозирования параметров рынка корпоративных облигаций.

Выше был представлен вариант развития рынка облигаций, соответствующий сбалансированному сценарию развития финансового сектора России до 2020 г. Вместе с тем существуют прогнозные расчеты, предполагающие ускоренное развитие финансового рынка в целом и рынка корпоративных облигаций в частности. Такое ускоренное (по сравнению с базовым сбалансированным вариантом) развитие финансового рынка и его составной части – рынка корпоративных облигаций – обусловлено как потребностями экономики в долгосрочных инвестициях, так и соображениями усиления конкурентоспособности национального финансового рынка в глобальном масштабе. Наиболее характерный и удачный пример таких прогнозных расчетов более быстрого развития рынка

---

<sup>35</sup> Следует специально подчеркнуть, что мы не призываем к административному сокращению объемов потребительского кредитования. Вместе с тем очевидно, что в структуре розничного кредитования существуют серьезные диспропорции, связанные с необоснованно завышенной долей потребительского кредитования и относительно низкими долями авто- и ипотечного кредитования. Одним из факторов ускоренного развития потребительского кредитования по сравнению с другими видами розничного кредитования является избыточно рискованная кредитная политика большого числа мелких и средних банков. Поэтому в данной ситуации целесообразно повысить требования к банковскому риск-менеджменту, а также обеспечить учет более высоких рисков потребительского кредитования по сравнению с другими видами розничного кредитования в нормативах достаточности капитала.

корпоративных облигаций представлен в так называемой «Идеальной модели фондового рынка»<sup>36</sup>.

В настоящей работе в качестве тренда ускоренного развития рынка корпоративных облигаций используется прогнозный тренд развития рынка корпоративных облигаций, использовавшийся в «Идеальной модели» и скорректированный фактическими данными, зафиксированными в 2008–2011 гг. Как уже отмечалось выше, кризис 2008–2011 годов потребовал уточнения прогнозов курса рубля; кроме того, он стал причиной существенного отклонения фактических значений стоимости корпоративных облигаций в обращении от предсказанных прогнозным трендом. При этом такие отклонения наблюдались не только в сторону снижения относительно прогнозного тренда, как в 2010 и 2011 гг., но и в сторону увеличения, как в 2008 и 2009 гг. Более высокие фактические значения 2008 и 2009 гг. были связаны с возвращением на внутренний рынок тех заемщиков, которые ранее ориентировались на рынок еврооблигаций. Мы предполагаем, что последний останется «закрытым» для большинства российских заемщиков еще на два года (2012 и 2013 гг.). Подобное изменение внешних условий обусловило необходимость отодвинуть момент смены экспоненциального тренда абсолютных величин стоимости корпоративных облигаций в обращении линейным на более поздний (относительно предположений «Идеальной модели») срок. Мы предполагаем, что в 2012 и 2013 гг. фактические значения стоимости корпоративных облигаций вернуться на прогнозную траекторию, после чего будет наблюдаться постепенное снижение темпов роста емкости данного сектора фондового рынка.

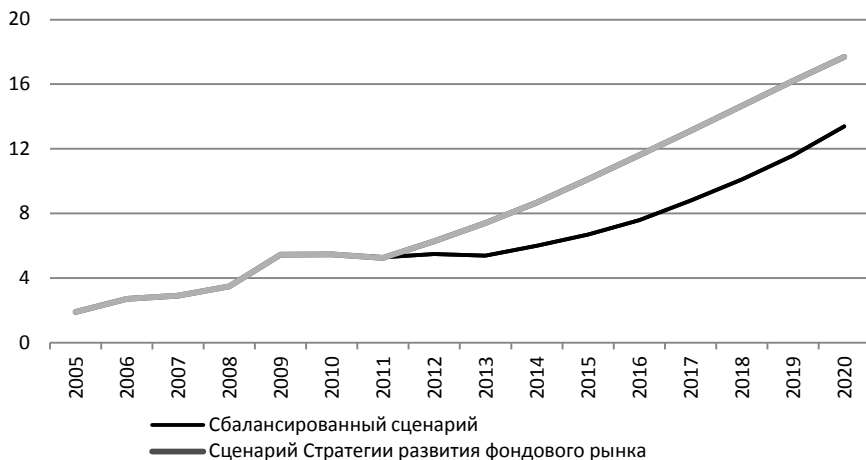
С точки зрения авторов, корпоративные облигации позволят предприятиям привлекать более длительные по срокам финансовые ресурсы (и в большем объеме), обеспечивающие поддержку инвестиционной активности. Одновременно предполагается, что корпоративные облигации позволят снизить остроту временного разрыва между банковскими пассивами и активами (а данный разрыв увеличился после финансового кризиса 2008–2009 годов). В этой связи нами были проведены расчеты состояния финансового сектора России при условии, что рынок корпоративных облигаций будет развиваться темпами, соответствующими

---

<sup>36</sup> Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года). – М.: НАУФОР, 2008.

скорректированному тренду «Идеальной модели». Отметим, что расчеты по данному варианту (см. рис. 24) проводились при условии неизменности как основных макроэкономических показателей, так и параметров денежной политики по сравнению со сценарием сбалансированного развития финансового сектора.

**Рис. 24. Сценарная динамика объема рынка корпоративных облигаций, в % ВВП**

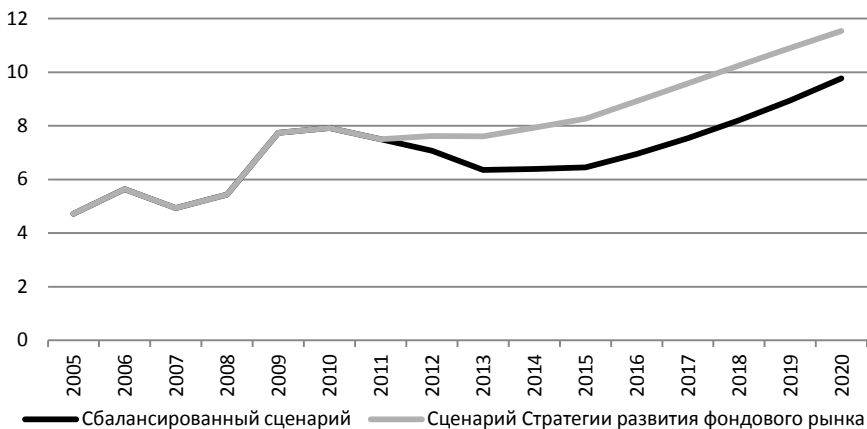


Источник: расчеты авторов.

Как видно из рис. 24, скорректированный тренд «Идеальной модели» предполагает достаточно быстрый рост объема корпоративных облигаций, достигающий к 2020 г. 18% ВВП (13,7% ВВП в рамках сбалансированного сценария). Очевидно, что, при неизменности основных макропоказателей, расширение данного сегмента финансового рынка может происходить за счет перераспределения финансовых ресурсов из сегментов, где обращаются другие инструменты. Линейный подход к прогнозированию требовал бы, при неизменности совокупных финансовых ресурсов, прямого вычета инвестиций в корпоративные облигации из банковского кредитования. Однако исследование, в том числе данные опросов руководителей крупнейших

банков России<sup>37</sup>, показывают, что банковский сектор достаточно консервативно относится к увеличению портфеля корпоративных облигаций за счет кредитования предприятий: замещение кредитного портфеля облигациями на 10% считают возможным 70% банков, на 25% – 24%, на 50% – лишь 7%. Более того, покупку долговых ценных бумаг в качестве перспективного развития бизнеса рассматривают лишь 6% банков, и это наименее популярный ответ.

**Рис. 25. Банковские вложения в корпоративные облигации, в % к банковским кредитам предприятий**



Источник: расчеты авторов.

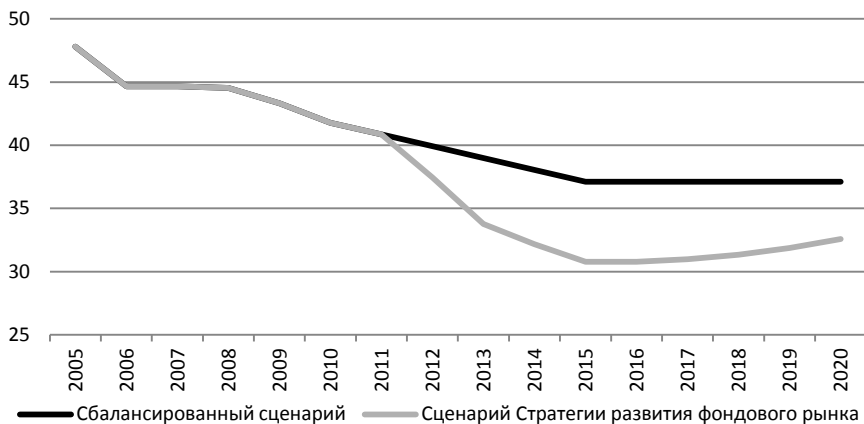
Достаточно резкий рост рынка корпоративных облигаций, предполагаемый скорректированным трендом «Идеальной модели», потенциально может быть обеспечен увеличением доходности данного инструмента. В этом случае произойдет частичное замещение банковских кредитов облигациями (увеличится показатель вложений в корпоративные облигации по сравнению с банковскими кредитами). Однако данных ресурсов

<sup>37</sup> Ведев А., Григорян С. Развитие российской банковской системы в текущем десятилетии. Результаты опроса крупнейших банков. Исследование подготовлено в рамках Доклада «Стратегия-2020: новая модель роста – новая социальная политика». [http://vedi.ru/bank\\_sys/bank5411\\_banks%20poll.pdf](http://vedi.ru/bank_sys/bank5411_banks%20poll.pdf)



окажется недостаточно для обеспечения сценарно заданного расширения рынка. Более того, доля вложений банков на исследуемом рынке по сравнению со сбалансированным сценарием снизится. Иными словами, рост рынка корпоративных облигаций темпами, соответствующими скорректированному тренду «Идеальной модели», возможен, но не за счет ресурсов банковской системы – необходимо привлечение финансовых ресурсов других институциональных агентов: внешнего мира, корпораций и населения.

**Рис. 26. Доля вложений банков на рынке корпоративных облигаций, в % к объему рынка корпоративных облигаций**



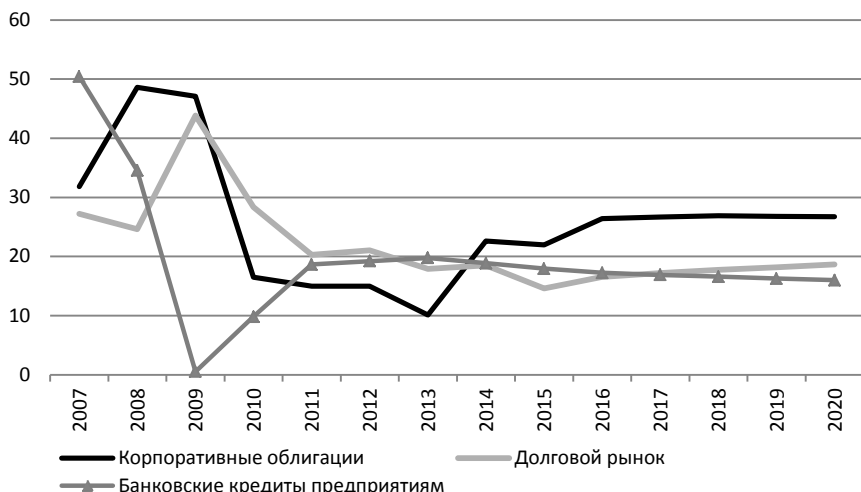
Источник: расчеты авторов.

Как уже отмечалось выше, если мы остаемся в рамках «желаемого сценария № 1», то не предполагаем общего роста иностранных инвестиций (поступлений от внешнего мира), сокращения оттока капитала и перенаправления высвобождающихся ресурсов корпораций на финансовый рынок, а также общего роста сбережений населения (по сравнению с базовым, сбалансированным, сценарием). В этом сценарии активизировать поступления от внешнего мира на рынок корпоративных облигаций можно за счет увеличения доли портфельных инвестиций в структуре иностранных инвестиций; активизировать поступления от населения можно за счет

увеличения доли инвестиций в ценные бумаги в структуре сбережений населения; активизировать же поступления от сектора «Корпорации» нельзя. Таким образом, обеспечение более высоких темпов роста емкости рынка корпоративных облигаций в рамках этого сценария возможно в результате изменения структуры иностранных инвестиций и структуры сбережений населения.

Кроме того, выход на траекторию развития рынка корпоративных облигаций в рассматриваемом варианте предполагает его резкое расширение в 2012 и 2013 гг. – более чем на 30% в год. Оставляя за рамками дискуссии практическую возможность достижения столь впечатляющих результатов, отметим, что в дальнейшем темпы роста как долгового рынка, так и объемов банковского кредитования оказываются нисходящими на всем прогнозном периоде (см. рис. 27). Вполне естественно, что банковское кредитование оказывается при этом на более низком уровне, чем в сценарии сбалансированного развития.

**Рис. 27. Темпы роста объемов банковского кредитования предприятий, рынка облигаций и рынка корпоративных облигаций (сценарий Стратегии развития фондового рынка), в %**

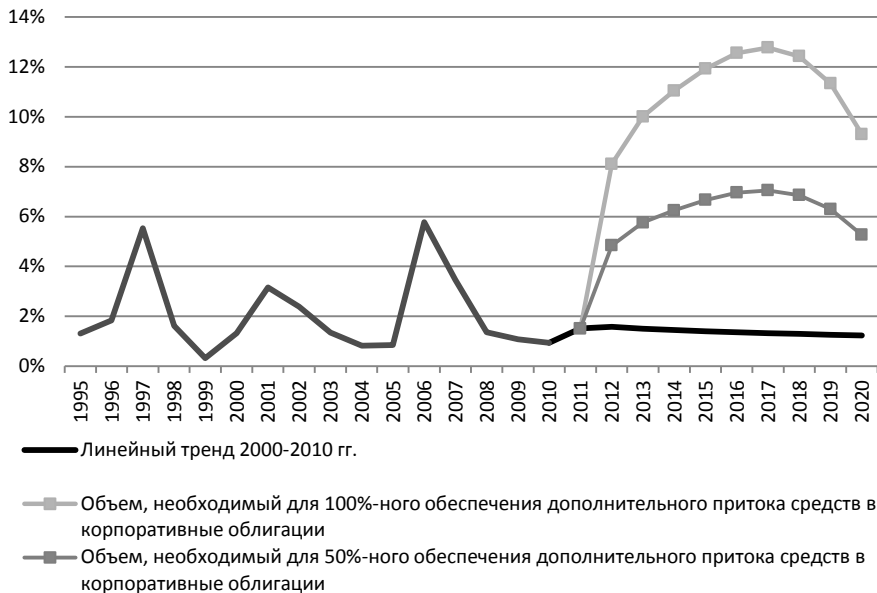


Источник: расчеты авторов.

Отличие скорректированного тренда «Идеальной модели» от тренда сбалансированного сценария в терминах суммы годовых чистых эмиссий за период 2012–2020 гг. составляет 5,57 трлн. руб. С одной стороны, это дополнительные ресурсы для инвестиций экономических агентов (в основном предприятий реальной экономики). С другой стороны, это ресурсы, которые должны быть привлечены в сектор дополнительно по сравнению с базовым сбалансированным вариантом. Далее мы проведем расчет по трем вариантам обеспечения этой суммы источниками, исходя из следующих предположений:

- данный объем поступит на рынок корпоративных облигаций в результате увеличения доли портфельных инвестиций в структуре иностранных инвестиций;
- данный объем поступит на рынок корпоративных облигаций в результате увеличения доли инвестиций в ценные бумаги в структуре сбережений населения;
- 50% данного объема поступит на рынок корпоративных облигаций в результате увеличения доли портфельных инвестиций в структуре иностранных инвестиций, а остальные 50% – в результате увеличения доли инвестиций в ценные бумаги в структуре сбережений населения.

Проведенные расчеты показали, что 100%-ное обеспечение дополнительного притока средств на рынок корпоративных облигаций увеличением доли портфельных инвестиций в структуре иностранных инвестиций должно привести к многократному увеличению этой доли (см. рис. 28), что маловероятно.

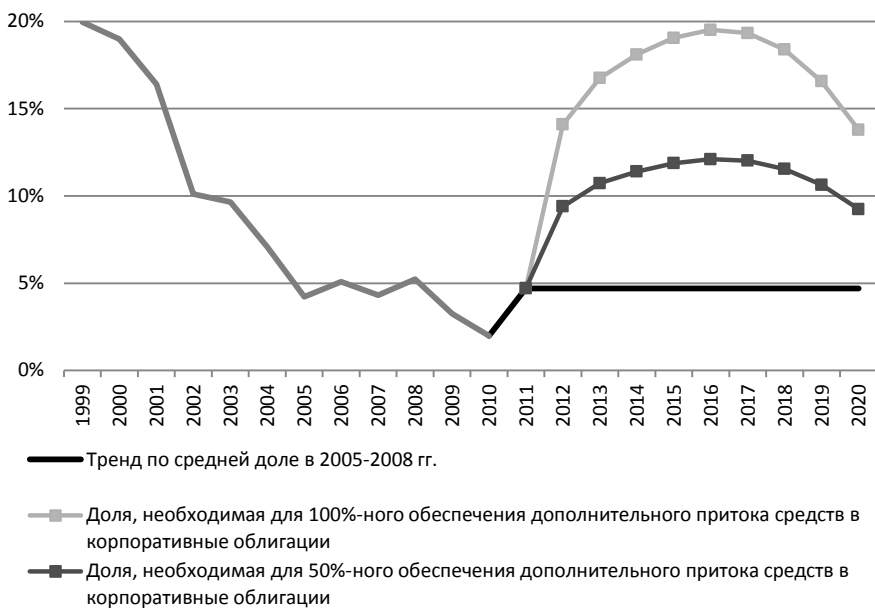
**Рис. 28. Прогнозные оценки доли портфельных инвестиций в структуре иностранных инвестиций, в %**


Источник: рассчитано по данным Росстата.

50%-ное обеспечение дополнительного притока средств на рынок корпоративных облигаций за счет увеличения доли портфельных инвестиций в структуре иностранных инвестиций потребует превышения этим показателем своих исторических максимумов – это достижимо при условии проведения четко акцентированной государственной политики, направленной на заметное улучшение условий инвестирования для портфельных инвесторов. Несмотря на устойчиво низкие значения доли портфельных инвестиций в структуре иностранных инвестиций в Россию, такое развитие событий в будущем вполне реалистично, особенно учитывая, что традиционно в большинстве стран мира доля портфельных инвестиций заметно выше. Кроме того, следует учитывать, что оценки Росстатом объема портфельных иностранных инвестиций заметно меньше, чем альтернативные оценки, включая использованные нами ранее оценки Emerging Portfolio Fund Research (EPFR).

Если мы предполагаем, что при определенных условиях 50%-ное обеспечение дополнительного притока средств в сектор корпоративных облигаций возможно за счет повышения доли портфельных инвестиций в структуре иностранных инвестиций, то еще 50% потребует обеспечить за счет увеличения доли инвестиций в ценные бумаги в структуре сбережений населения. Расчеты показывают, что это возможно (см. рис. 29).

**Рис. 29. Прогнозные оценки доли инвестиций в ценные бумаги в структуре сбережений населения России, в % к сбережениям**



Источник: рассчитано по данным Росстата.

50%-ное обеспечение дополнительного притока инвестиций в сектор корпоративных облигаций за счет повышения доли инвестиций в ценные бумаги в структуре сбережений населения потребует «всего лишь» возврата этого показателя к уровням начала 2000-х годов. Однако в условиях принципиально иной модели инвестиционного поведения населения такой возврат возможен лишь при условии проведения акцентированной

государственной политики, направленной на преодоление сложившихся деформаций в структуре сбережений населения Российской Федерации. Такая политика должна включать целый ряд направлений стимулирования инвестиций в ценные бумаги, включая активное налоговое стимулирование, создание компенсационных механизмов и т.д. Более того, при условии ее проведения возможен рост доли инвестиций в ценные бумаги в структуре сбережений населения до уровней, позволяющих обеспечить за счет средств населения весь дополнительный приток средств в корпоративные облигации.

Следует также остановиться еще на одном существенном моменте, связанном с привлечением иностранных портфельных инвестиций на рынок корпоративных облигаций: их невозможно рассматривать без взаимосвязи с другими элементами иностранных инвестиций – прямыми и прочими инвестициями. Изолированно рассматриваемое повышение уровня иностранных портфельных инвестиций может стать причиной серьезного снижения устойчивости корпоративного сектора, если такое повышение не сопровождается ростом (в определенной пропорции) инвестиций в акции, в том числе прямых инвестиций. Примеры негативных последствий увеличения объема портфельных инвестиций без адекватного им увеличения прямых инвестиций многочисленны в мировой практике. Краткий анализ таких примеров, связанных с наиболее крупными модернизациями в течение последних 120 лет, приведен в приложении 3.

Это означает, что увеличение доли портфельных иностранных инвестиций в корпоративные акции должно сопровождаться увеличением доли прямых иностранных инвестиций и сокращением доли прочих иностранных инвестиций.

Таким образом, мы рассмотрели возможности более активного роста рынка корпоративных облигаций, чем в базовом сбалансированном сценарии, и пришли к выводу, что потенциально возможно увеличить темпы расширения его емкости без нарушения его сбалансированности. Но для этого потребуется активная политика государства, четко нацеленная на преодоление тех структурных диспропорций (в нашем примере – в структуре иностранных инвестиций и в структуре сбережений населения), которые препятствуют более быстрому развитию финансового рынка и более совершенному выполнению им своих макроэкономических функций по трансформации сбережений в инвестиции.

## Заключение

По итогам проведенного исследования получены результаты сценарных расчетов возможного развития финансовых рынков до 2020 г. В качестве базового варианта рассматривался сценарий, во многом соответствующий консервативному, или энергосырьевому сценарию долгосрочного прогноза, подготовленному Министерством экономического развития РФ. Данный вариант основывается на развитии российской экономики с опорой на сырьевой сектор и не предполагает в ней серьезных структурных изменений, что позволяет использовать в прогнозных расчетах, производимых в его рамках, ключевые структурные пропорции прошедшего десятилетия. Этот сценарий предполагает проведение сбалансированной бюджетной политики и отсутствие бюджетного дефицита после 2015 г. (случай роста государственного долга был рассмотрен авторами отдельно). При рассмотрении базового варианта был рассчитан прогноз развития финансового сектора в целом, предполагающий умеренный рост денежной массы и активов банковского сектора (с темпами, равными или незначительно превышающими темпы роста номинального ВВП). Подобный сбалансированный рост финансового сектора позволяет избегать кризисных проявлений, вызванных колебаниями ликвидности, перекредитованностью предприятий и населения, «перегревом» на отдельных сегментах финансового рынка. Представленные сценарные расчеты развития финансовых рынков согласованы с основными параметрами денежной программы, государственного бюджета (в том числе и с характеристиками развития государственного долга), платежного баланса и банковской системы.

В современных условиях, отличающихся высокой степенью встроенности национального финансового рынка в глобальный финансовый рынок (т.е. высоким уровнем глобализации), невозможно рассматривать национальный финансовый рынок без учета влияния на него глобального, без учета общемировых тенденций в развитии финансовых инструментов и их рынков. Поэтому в настоящей работе наряду с макроэкономическими параметрами мы в качестве экзогенных факторов учитывали также закономерности развития мирового финансового рынка, в том числе фактор усиления роли финансового сектора в социально-экономическом развитии.

Кроме того, мы проанализировали возможности более быстрого роста финансовых рынков без нарушения их сбалансированности, определив при этом те источники финансовых ресурсов, которые могут быть задействованы для такого увеличения емкости рынков отдельных финансовых инструментов.

Принципиально значимым моментом в разработке прогноза развития российских финансовых рынков выступает оценка располагаемых экономикой финансовых ресурсов для инвестирования в различные финансовые инструменты. Данный объем в каждом исследуемом году (если в качестве шага моделирования избран календарный год) определяет потенциальный совокупный конечный спрос на весь спектр финансовых инструментов. Принципиально значимым показателем, определяющим объем располагаемых финансовых ресурсов в национальной экономике, является валовой располагаемый доход (gross disposable income – GDI), который рассчитывается как произведенный ВВП и сальдо инвестиционных доходов, оплаты труда и текущих трансфертов с внешним миром. Данный показатель аккумулирует ресурсы национальной экономики, которые могут быть потрачены на конечное потребление и сбережения. Валовой располагаемый доход за вычетом конечного потребления формирует валовое сбережение национальной экономики, которое вместе с объемом привлеченных средств от внешнего мира составляет объем ресурсов, потенциально предназначенных для инвестирования в финансовые инструменты.

Объем располагаемых ресурсов для инвестирования в финансовые инструменты будет в текущем десятилетии достаточно стабильным – на уровне 33–34% ВВП. Он будет формироваться несколько сокращающимся объемом внутренних сбережений и компенсироваться расширением привлечения ресурсов от внешнего мира. Распределение располагаемого объема сбережений между внутренним и внешним рынками во многом будет зависеть от состояния бизнес-климата в стране и от проводимой экономической политики. Формально располагаемые ресурсы на уровне 33–35% ВВП являются хорошим показателем, позволяющим сохранять устойчиво положительные темпы роста в течение десятилетия. Однако, как и в предыдущие годы, сохраняется опасность их существенного снижения, прежде всего вследствие оттока капитала, а также за счет низкой эффективности их использования. Одновременно отметим, что сбалансированный сценарий предусматривает отсутствие «перегрева»



рынков, что предполагает постепенный рост объемов рынков финансовых инструментов.

При разработке сценарных прогнозов были построены балансы для отдельных секторов финансового рынка и экономики в целом. В тех случаях, когда построение полноценного баланса сектора оказывается невозможным, даны описания структуры спроса на соответствующие инструменты инвестирования со стороны сектора (как, например, для сектора «Население»).

В рамках разработки сценарных прогнозов были построены балансы для отдельных финансовых инструментов. Подобные балансы позволяют сводить, с одной стороны, объемы ресурсов, в которых эмитируются финансовые инструменты, с другой – потенциальный спрос на них со стороны инвесторов и их институциональных структур. В тех случаях, когда построение баланса того или иного инструмента невозможно, приведены оценки инвестиционного спроса на него (как это было сделано применительно к акциям).

Расчеты показывают, что при построении базового сбалансированного сценария в текущем десятилетии не произойдет интенсивного развития рынка корпоративных облигаций. Предположения, приводимые в отдельных программах, переоценивают перспективы его развития. Основные причины – отсутствие внутренних ресурсов и конкуренция со стороны банковского кредитования. Кредиты (даже при сопоставимой доходности) являются более привлекательным инструментом для банков, ориентированных на предоставление комплексных банковских услуг, чем облигации. В пользу облигаций выступает их ликвидность, в пользу кредитов – косвенные преимущества (открытие расчетных счетов в банке и сохранение на них части кредита, обслуживание сотрудников кредитуемого предприятия и проч.). Активное участие коммерческих банков в операциях на рынке корпоративных облигаций, кроме обеспечения существенной доли инвестиционного спроса, содержит в себе также ряд дополнительных рисков. Инвестиции банков в корпоративные облигации влекут за собой распространение облигационных рисков на банковский сектор и, напротив, транслируют риски банковского сектора на небанковские сектора финансового рынка. Кроме того, коммерческие банки активно выполняют функции организаторов облигационных займов (лид-менеджеров, консорциумов, андеррайтеров). Наличие в составе лидеров инвестиционно-банковского бизнеса, осуществляемого на облигационном рынке, большого

числа коммерческих банков формирует дополнительный канал передачи риска через рынок корпоративных облигаций. Наряду с проблемой трансляции рисков в случае совмещения функций кредитования определенного заемщика с функциями организатора размещения облигаций того же заемщика возникает и проблема концентрации рисков.

Вместе с тем при определенных предположениях возможно более интенсивное развитие рынка корпоративных облигаций без нарушения его сбалансированности. Но для высвобождения ресурсов для развития данного рынка требуются значительные изменения в структуре сбережений населения и в структуре иностранных инвестиций, в результате чего произойдут увеличение инвестиций населения в ценные бумаги (за счет сокращения инвестиций в недвижимость) и увеличение портфельных инвестиций (за счет сокращения прочих инвестиций).

Следует указать на наличие как позитивных, так и отрицательных последствий интенсивного развития рынка внутреннего федерального долга. К позитивным последствиям, как на уровне финансового рынка в целом, так и на уровне всего народного хозяйства, необходимо отнести появление устойчивых значений ставок процента по всей временной структуре выпускаемых государственных облигаций, являющихся основой для формирования полной структуры процентных ставок в экономике. Для государственного сектора экономики в целом позитивным моментом является и собственно приток средств в сектор. Основным негативным последствием для народного хозяйства в целом и для сектора корпоративных ценных бумаг в частности является «эффект вытеснения».

Увеличение, особенно резкое, предложения государственных ценных бумаг часто приводит к реализации «эффекта вытеснения», заключающегося в перераспределении объемов привлечения инвестиций в пользу государственных ценных бумаг за счет сокращения доли корпоративных. Этот эффект угнетающе действует на развитие рынков корпоративных ценных бумаг и крайне негативно сказывается на возможности предприятий реального сектора привлекать инвестиции на рынке ценных бумаг, в первую очередь на рынке корпоративных облигаций. В случае роста государственного внутреннего долга к 2020 г. до 25% ВВП произойдет заметное снижение темпов роста кредитования, а в сценарии масштабного увеличения внутреннего долга (до 50% ВВП) объем банковских кредитов предприятиям по отношению к ВВП вообще останется на уровне 2010 г.

Подход к прогнозированию развития финансовых рынков с использованием балансового метода представляется нам чрезвычайно важным и перспективным. Устойчивость национальных финансовых рынков в условиях их высокой глобальной открытости, которая предполагает, кроме позитивных моментов, также практически неограниченную трансляцию всех рисков, формируемых на глобальном рынке капитала, становится исключительно значимой характеристикой. Ценность устойчивости национальной финансовой системы на фоне продолжающейся глобализации постоянно возрастает. Обязательной предпосылкой стабильного развития национальной финансовой системы является ее сбалансированность. Определить возможные параметры сбалансированности финансового сектора, а также факторы ее достижения в прогнозируемом периоде возможно только на основе использования прогнозных балансов секторов и финансовых инструментов, что и было сделано в настоящей работе.

Вместе с тем получить балансовую модель финансового сектора в настоящее время невозможно, прежде всего из-за отсутствия соответствующих статистических измерений. Поэтому работа по созданию прогнозной балансовой модели финансового сектора Российской Федерации, включающей в себя балансы всех секторов и всех инструментов инвестирования, должна продолжаться. Настоящее же исследование является лишь первым шагом в этом направлении.

Высокая актуальность продолжения работ в данном направлении обусловлена также достаточно низким уровнем совмещения общих прогнозов социально-экономического развития страны с прогнозами собственно развития финансовых рынков, характерным для многих прогнозных документов. Отсутствие тех реальных финансовых ресурсов, наличие которых предполагается при формировании амбициозных национальных программ и проектов, может крайне негативно отразиться на устойчивости национального финансового сектора и народного хозяйства в целом. Руководство страны должно располагать надежным прогнозом наличия таких ресурсов, с тем чтобы обеспечить высокую степень обоснованности принимаемых решений общенационального характера. Российская экономика находится уже на той стадии развития, когда безопасность и эффективность ее социально-экономического развития не могут достигаться без полноценного учета обоснованных параметров финансового сектора в народнохозяйственном прогнозировании.

# Приложения

## **Приложение 1. Инструменты финансирования общественно значимых проектов**

### **Концептуальное описание**

Общественно значимые проекты – проекты, реализация которых имеет особое значение для социально-экономического развития страны или региона. Поэтому государство стремится к созданию таких условий осуществления данных проектов, которые способствовали бы, в частности, обеспечению их необходимого финансирования.

В большинстве случаев общественно значимые проекты сами по себе не являются достаточно рентабельными, но их реализация создает предпосылки для достижения необходимого уровня эффективности иными инвестиционными проектами и социальными программами. Создание таких предпосылок для обеспечения достаточной эффективности инвестиционной деятельности или достаточного уровня социальной обеспеченности относится к функциям инфраструктуры (производственной или социальной). Поэтому в большинстве случаев общественно значимые проекты являются проектами по формированию соответствующей инфраструктуры. А поскольку формирование инфраструктуры является одной из задач экономической деятельности государства, подобные проекты активно поддерживаются им за счет тех финансовых, административных и законодательных ресурсов, которыми располагают органы государственной власти.

Наиболее распространенными примерами общественно значимых проектов в части формирования и поддержания необходимой инфраструктуры являются:

- создание объектов производственной инфраструктуры (дорог, аэропортов, заводов по переработке опасных отходов, линий электропередачи и т.д.);
- создание объектов социальной инфраструктуры (больниц, жилых домов для сдачи в аренду и т.д.);
- создание и функционирование сетей водо- и газоснабжения, отопления, канализации и т.д.;
- финансирование функционирования жилищно-коммунального хозяйства;

– финансирование функционирования отдельных объектов производственной инфраструктуры (например, шлюзов).

Как уже отмечалось, в функции государства входит оказание поддержки таким общественно значимым проектам. Механизмы поддержки могут быть самыми разными, в том числе предполагающими прямое или косвенное финансовое участие государства. Значительная часть механизмов финансовой поддержки государством общественно значимых проектов связана с выпуском долговых ценных бумаг.

В целом все механизмы финансирования общественно значимых проектов с непосредственным участием или косвенной поддержкой государства, предполагающие использование долговых ценных бумаг, можно сгруппировать следующим образом:

- 1) Выпуск негосударственными эмитентами облигаций, обязательства по которым гарантируются государством.
- 2) Выпуск негосударственными эмитентами облигаций, процентные платежи по которым (иногда и погашение обязательств в части основного долга) полностью или частично спонсируются государством.
- 3) Создание государством за счет бюджетных средств специальных институтов, выпускающих облигации для финансирования общественно значимых проектов либо гарантирующих аналогичные облигации негосударственных эмитентов; выпуск облигаций государственными корпорациями, средства от размещения которых направляются на финансирование проектов, перечень которых утверждается государством; выпуск негосударственными эмитентами облигаций, обеспеченных (гарантированных) имуществом специальных институтов («фондов развития»), в которых принимает участие государство, либо финансирование посредством выпуска облигаций «фондов развития», за счет которых кредитуются органы власти и государственные предприятия.
- 4) Субсидирование<sup>38</sup> государством негосударственных эмитентов облигаций; участие государства в капитале таких эмитентов.

<sup>38</sup> В соответствии со ст. 6 Бюджетного кодекса РФ «субсидия – бюджетные средства, предоставляемые бюджету другого уровня бюджетной системы Российской Федерации, физическому или юридическому лицу на условиях долевого финансирования целевых расходов».

- 5) Выпуск органами власти облигаций, обеспеченных доходами от реализации проекта.
- 6) Выпуск органами власти облигаций, обеспеченных налогами, взимаемыми в сферах, смежных по отношению к сфере применения привлеченного капитала.
- 7) Выпуск облигаций в ходе секьюритизации обязательств, возникших в связи с финансированием (кредитованием) проекта.
- 8) Выпуск центральными правительствами специальных облигаций, средства от размещения которых направляются на финансирование общественно значимых проектов (следует отметить, что данный механизм поддержки встречается довольно редко).
- 9) Выпуск негосударственными эмитентами облигаций, гарантированных международными и иностранными финансовыми организациями.

В приведенном перечне механизмов их группировка осуществлена достаточно условно – многие механизмы незначительно отличаются друг от друга. Так, создание специальных залоговых фондов рассмотрено в качестве частного случая механизма, предусматривающего создание государством специальных институтов, выпускающих свои облигации или гарантирующих облигации третьих лиц. Субсидирование государством эмитентов, выпускающих облигации для финансирования общественно значимых проектов, и участие в их капитале – более ранняя форма государственной поддержки таких проектов, зрелыми формами которой являются гарантирование государством облигаций негосударственных эмитентов и создание (учреждение) им специальных институтов.

Кроме механизмов, связанных с участием государства в той или иной форме в организации и/или стимулировании выпуска облигаций, предназначенных для финансирования общественно значимых проектов, следует также отдельно выделить группу механизмов налогового стимулирования инвестиций в такие облигации. Эти механизмы предполагают предоставление государством налоговых льгот по облигациям. При этом можно выделить три типичных случая предоставления налоговых льгот:

- предоставление государственными органами различных уровней налоговых льгот по частным облигациям (облигациям негосударственных

эмитентов), предназначенным для финансирования общественно значимых проектов;

- предоставление центральным правительством или законодательно (на высшем уровне – федеральном в федеративном государстве или национальном в унитарном государстве) налоговых льгот по облигациям, выпущенным органами власти более низких уровней (субъектами федерации и муниципалитетами – в федеративном государстве или только муниципалитетами – в унитарном государстве);
- предоставление органами власти различных уровней налоговых льгот по собственным облигациям (в пределах своих полномочий в области налогообложения).

Налоговое стимулирование инвестиций в определенные классы облигаций применяется, как правило, в дополнение к какому-либо из вышеперечисленных механизмов поддержки с использованием возможностей рынка долговых ценных бумаг.

Класс инструментов (облигаций), используемых для финансирования общественно значимых проектов, терминологически объединяется с помощью разных понятий. Единой мировой трактовки здесь пока не сложилось. Тем не менее наиболее часто при этом используется термин «проектные облигации» (project bonds). Применяются и другие термины: «инвестиционные облигации», «облигации развития», «промышленные проектные облигации», «доходные облигации». Последний термин в своем основном значении включает существенно более узкий круг облигаций, выпускаемых муниципалитетами, обеспечением по которым выступают будущие доходы от реализации того проекта, для финансирования которого выпускаются данные облигации. Однако в российской литературе иногда наблюдается путаница, и термином «доходные облигации» обозначают, собственно говоря, все виды проектных облигаций.

Следует отметить, что термин «проектные облигации» также имеет широкий и узкий смыслы. В узком смысле под проектными облигациями понимаются облигации, выпускаемые с целью финансирования конкретного проекта, при этом в качестве источника обеспечения и погашения таких облигаций выступает доход, образующийся в результате реализации данного проекта (как обязательное условие). В этом смысле термин «проектные облигации» тесно связан с термином «проектное финансирование». В данном случае под проектом понимается, как правило, какой-либо инвестиционный

проект. Именно такая трактовка термина является основной, исходной. Использование его для обозначения более широкого класса инструментов, выпускаемых для финансирования общественно значимых проектов, началось позднее, поскольку все эти инструменты необходимо было каким-то образом описывать в совокупности, обобщающим термином. И термин «проектные облигации» оказался для этого наиболее подходящим.

Мировая практика свидетельствует о том, что среди множества общественно значимых проектов наиболее часто встречаются две их разновидности:

- финансирование жилищного строительства с использованием ипотечных программ;
- строительство автодорог.

Соответственно, среди механизмов государственной поддержки выпуска ценных бумаг для финансирования таких проектов наиболее популярными в мировой практике являются: государственное гарантирование негосударственных облигаций; создание государственных корпораций, агентств и «фондов развития», выпускающих собственные облигации и гарантирующих негосударственные займы; обеспечение облигаций доходами от реализации проекта.

### **Выпуск инвестиционных (доходных) облигаций муниципалитетами**

Наиболее крупный рынок инвестиционных муниципальных облигаций сложился в США. Под муниципальным долгом в соответствии с американской практикой понимается долг не только местных органов власти, но и субъектов федерации. То есть в американском понимании муниципальные ценные бумаги – это долговые ценные бумаги, выпускаемые штатами, округами, городами и другими административными структурами, такими как школьные, водные или канализационные округа.

Муниципальные ценные бумаги подразделяются на две основные группы:

- генеральные (или общие) облигации (general bonds);
- доходные облигации (revenue bonds).

Первые обеспечиваются всеми доходами и другими финансовыми источниками эмитента, а также его правом на взимание налогов; вторые, в



противоположность первым, обслуживаются за счет доходов от специально оговоренных проектов (например, платных дорог).

Доходные облигации предполагают, что выплаты основной суммы и процентов осуществляются только в том случае, когда доходность проекта достигнет достаточного уровня.

Генеральные облигации защищены неограниченной налоговой властью эмитента. Однако некоторые облигации такого рода ограничены в доходных источниках и в своем количестве величиной налога на имущество. Такие облигации известны как «налогово ограниченные общие заемные облигации». Для администраций малых городов и школьных округов налог на имущество является единственным доступным рычагом налоговой политики. Для более крупных эмитентов общих заемных облигаций, таких как области или большие города, источники налоговых доходов более диверсифицированы и могут включать корпоративные и частные налоги на доход, налоги с продаж, налоги на собственность. Такие облигации имеют еще одно название – «абсолютно верные и кредитоспособные».

Основной целью выпуска генеральных облигаций в большинстве случаев является финансирование расходов бюджета соответствующего уровня, или финансирование отдельной статьи таких расходов, или даже финансирование конкретного объекта, включенного в перечень бюджетных расходов.

Доходные облигации выпускаются либо для финансирования муниципальных проектов, либо для финансирования предпринимательства, где эмитенты облигаций обеспечивают доход держателей облигаций за счет поступлений от действующих предприятий после завершения их строительства. Эмитент доходных облигаций обязывается выплатить основную сумму и процентный доход только в случае достижения достаточно значительного уровня произведенного конкретным проектом дохода. При отсутствии средств эмитент не обязан производить выплаты по облигациям. Совершенно очевидно, что доходные облигации являются ценными бумагами с более высокой степенью риска, чем генеральные облигации. Поэтому эмитенты доходных облигаций, как правило, предлагают более высокую доходность. Одновременно более высокий уровень риска влечет за собой и дополнительные требования к имущественной обоснованности системы обеспечения обязательств по таким ценным бумагам.

Доходные облигации в рамках внутренней классификации имеют различные разновидности, среди которых необходимо выделить

классификацию с точки зрения формы и вида источников выплаты долга. Выделяются облигации, источником выплаты долга по которым служат платежи потребителями услуг, предоставляемых в результате реализации проектов, – например, за пользование коммунальными услугами, водой, электричеством (user fees) или же плату за пользование платными дорогами, автостоянками и т.д. (tolls, concessions, fees).

Распространенным источником погашения муниципальных облигаций служит аренда. Арендные платежи используются муниципалитетами в качестве обхода ограничений на размер заимствования. В этом случае эмитентом ценных бумаг, финансирующих строительство того или иного объекта, выступает дочерняя некоммерческая организация муниципалитета. При этом ценные бумаги погашаются платежами за аренду построенного сооружения, осуществляемыми дочерней организацией муниципалитета. В целях гарантированности выплат по долгу такие облигации предусматривают создание специального фонда погашения (sinking fund), в котором эмитент постепенно накапливает средства, необходимые для выплаты общей суммы долга.

Именно доходные облигации наиболее полно соответствуют характеристикам проектных, или инвестиционных, облигаций на рынке муниципальных облигаций США, хотя на этом рынке за последние 30 лет появились и модифицированные виды облигаций, выпускаемых для финансирования общественно значимых проектов. Доходные облигации представляют собой инструмент одного из наиболее распространенных механизмов финансирования общественно значимых проектов – облигаций, обеспеченных доходами от реализации проекта.

При выпуске доходных облигаций привлекается частный капитал, а обязательства налагаются на определенный орган власти или на конкретное учреждение, находящееся в собственности субнациональных органов власти.

Генеральные облигации доминировали на рынке муниципальных облигаций США приблизительно до середины 1970-х годов, но в конце 1970-х – начале 1980-х годов здесь резко вырос выпуск доходных облигаций, и к настоящему времени преобладающая доля рынка муниципальных облигаций в США приходится на них.

## **Государственная поддержка финансирования строительства дорог с использованием дорожных долговых обязательств**

Один из наиболее распространенных случаев финансирования общественно значимых проектов за счет выпуска муниципальных ценных бумаг относится к проектам строительства автомобильных дорог. Финансирование строительства дорог за счет выпуска ценных бумаг распространено не только (и не столько) в США, но и в других странах – как с развитыми, так и с развивающимися финансовыми рынками. Тем не менее впервые выпуск дорожных долговых обязательств для финансирования строительства автодорог начал применяться в США.

На наш взгляд, этот опыт может быть актуален в нынешней российской ситуации. Россия испытывает серьезный дефицит дорог с современным покрытием, что связано как с резким ростом количества личных легковых автомобилей, так и с изменением структуры транспортных перевозок в пользу автомобильного транспорта. Кроме того, до 1990-х годов в стране практически отсутствовали современные автомобильные дороги, отвечающие потребностям ее социально-экономического развития.

Ликвидировать этот дефицит может только государство, поскольку для бизнеса (даже для крупного) в настоящее время проекты строительства автодорог невыгодны как с точки зрения необходимых капиталовложений, так и с точки зрения сроков авансирования капитала. Кроме того, только государственные органы власти имеют сегодня право устанавливать платный режим пользования автомобильными дорогами.

Строительство дорог является мощным фактором экономического развития, что отвечает интересам государственной экономической политики: оно создает новые рабочие места; построенная дорога повышает рентабельность инвестиционных проектов, реализуемых на местности, привязанной к построенной дороге.

В США, например, применительно к финансированию проектов Федеральной администрации автодорог (Federal Highway Administration – FHWA) выделяются три основные группы проектов (представлены по возрастанию потенциальной доходности): 1) традиционные нерентабельные проекты; 2) доходные проекты, требующие кредитной поддержки на одном из начальных этапов; 3) проекты с рыночной доходностью.

Здесь прослеживается традиционная для финансового рынка закономерность: по мере роста потенциальной доходности участие

государства ослабевает. Низкодоходные проекты не обходятся без широкомасштабного привлечения средств государственной помощи, таких как распределение средств из специальных фондов и привлечение средств государственных инфраструктурных банков; проекты же с рыночной доходностью могут претендовать на финансирование посредством «выхода» на рынок к широкому инвестору при полном отсутствии государственной поддержки.

Дорожные долговые обязательства (ДДО, GARVEE) – это муниципальные (как правило) ценные бумаги, выпускаемые для финансирования строительства автомобильных дорог, погашение которых осуществляется за счет субсидий федеральных органов власти и/или средств, полученных в виде платы за пользование автомобильной дорогой. Выделение ДДО в отдельный вид ценных бумаг обусловлено распространенностью (на определенном этапе) проектов строительства дорог, финансируемых за счет выпуска облигаций. За пределами США аналогичные ценные бумаги выпускают не только муниципалитеты, но и другие органы государственной власти, в том числе (в некоторых странах) и центральные правительства. В то же время в качестве общемировой закономерности следует указать на то, что в подавляющем числе случаев заемщиками по таким обязательствам выступают именно местные органы власти, поскольку именно в их ведении в большинстве стран мира находятся автомобильные дороги.

**В европейских странах**, в отличие от США, выпуск облигаций для финансирования строительства дорог осуществляется не только на субнациональном уровне, но и от имени национальных общественных агентств (Франция), государственных корпораций (Италия), международных финансовых организаций (Великобритания).

При выпуске дорожных облигаций в Европе используются разнообразные механизмы их государственной поддержки. Во Франции государство: участвует в капитале организаций, осуществляющих (прямо или опосредованно) финансирование дорожного строительства и поддержание автодорог; субсидирует эти организации; предоставляет гарантии по дорожным облигациям и другим займам, привлекаемым на цели финансирования дорожного строительства; содействует привлечению финансирования и гарантий со стороны международных финансовых организаций, членом которых является Франция. В Италии государство через свое национальное агентство учредило специальную государственную

корпорацию, осуществляющую выпуск облигаций для финансирования строительства и реконструкции автодорог. Кроме того, итальянское правительство предоставляет субвенции по процентным платежам, связанным с займами для финансирования автодорожного строительства; субсидирует концессионные платежи. В Великобритании финансирование дорожного строительства осуществляется, в том числе, за счет ценных бумаг, выпускаемых международным финансовым институтом, обеспечением которых являются облигации проектной компании.

**Франция.** Эмитентом облигаций под строительство автодорог во Франции является Национальная касса автодорог (Caisse Nationale des Autoroutes – CNA), являющаяся финансово независимым общественным агентством, учрежденным в 1963 г. и выступающим от лица французских компаний – владельцев концессий на автодороги. Большую часть средств для финансирования автодорог CNA привлекает посредством облигационных выпусков. Все облигации CNA размещаются среди квалифицированных инвесторов (qualified investors) без обращения к публичному предложению облигаций.

**Италия.** Начиная с 1995 г. правительство Италии приступило к субсидированию концессий как общественных, так частных структур под строительство и эксплуатацию пошлинных автотрасс. Государственная корпорация «Автострада» (Autostrade) была создана в 1956 г. со 100%-ным участием капитала государственного агентства IRI (Istituto per la Ricostruzione Industriale). Агентство IRI было создано правительством Италии в 1933 г., и его миссией являлось предоставление помощи частным компаниям, которые испытывали серьезные затруднения ввиду последствий Великой депрессии. После Второй мировой войны функции IRI расширились, и оно стало участвовать в различных программах развития, в том числе в программах развития автомагистралей.

«Автострада» стала крупнейшим оператором автодорог Италии. Остальные компании также получали концессии, но только по одной на каждую. «Автострада» стала и первым в мировой истории эмитентом еврооблигационного займа, выпущенного в июле 1963 г. на сумму 15 млн. долл.<sup>39</sup> IRI также обладает возможностью привлекать значительные средства

<sup>39</sup> Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. – М.: Дело, 1999. С. 21.

на финансовом рынке, в том числе долгосрочные. До создания «Автостреды» IRI само участвовало в строительстве автодорог.

**Великобритания.** Начиная с 1992 г. правительство Великобритании проводит устойчивый курс, ориентированный на привлечение частного финансирования. Для этих целей была создана так называемая «Инициатива частного финансирования» (PFI)<sup>40</sup> – программа улучшения общественных финансов путем «разбавления» их частными финансами: привлечения частного капитала для финансирования государственных служб. Применительно к проектам пошлинных дорог особенности этой программы могут быть сформулированы следующим образом:

- перевод рисков и обязательств на частный сектор;
- внедрение систем состязательности для стимулирования инноваций и увеличения объемов финансирования;
- внедрение специализации услуг.

В определенном смысле стандартом, на который ориентируются британские власти при финансировании строительства дорог, стал выпуск облигаций, направленных на финансирование проекта компании Road Management Services Plc. (RMS) по технической реконструкции и построению дополнительных 20 километров полотна дороги A13, соединяющей Лондон с графством Эссекс, размещенный в апреле 2000 г. Европейский инвестиционный банк (EIB) выделил на данный проект ссуду размером в 90 млн. фунтов стерлингов, что равно номинальной стоимости облигаций. Так же как и большинство проектов по финансированию дорог, этот проект был секьюритизирован и «обернут». Благодаря использованию в качестве технического эмитента крупного международного института (EIB) облигации получили высокий кредитный рейтинг – «AAA» от Moody's и от Standard & Poor's. В отличие от предыдущих выпусков дорожных облигаций в Великобритании этот выпуск был индексируется, что повысило его привлекательность для инвесторов. Кроме того, он был застрахован американской страховой компанией MBIA. Весь выпуск был раскуплен пенсионными фондами Великобритании.

---

<sup>40</sup> Примеры финансирования проектов по развитию автодорог в Великобритании подробно описаны в Review of Recent Toll Road Experience in Selected Countries and Preliminary Tool Kit for Toll Road Development. Draft Final Report. – The World Bank. Ministry of Construction. Japan. May 1999. P. III-149 – III-153.

Выпуск дорожных долговых обязательств, пользующихся поддержкой государства, широко используется и во многих странах с развивающимися финансовыми рынками. Одной из особенностей применения данного механизма финансирования в этих странах является участие иностранных (международных) финансовых организаций.

**Чили.** На внутреннем рынке Чили в марте 1999 г. были выпущены 9-летние облигации номинальной стоимостью 73,5 млрд. песо с целью рефинансирования долга компаний, прокладывающих автомагистраль длиной в 1500 км вдоль побережья Чили.

Для Пенсионного фонда страны данные облигации явились относительно надежным и долгосрочным инструментом инвестирования. Поэтому он был мгновенно востребован на рынке, где предложение финансовых инструментов в целом развито довольно слабо. Пенсионный фонд Чили приобрел 98% данного выпуска, продемонстрировав свой повышенный интерес к инфраструктурным проектам; оставшиеся 2% выкупили чилийские страховые компании.

Проектные облигации, выпускаемые в начале или в процессе строительства в странах с развивающимися финансовыми рынками, номинированные в долларах США, в условиях нестабильной финансовой системы являются опасным объектом для инвестирования средств таких институциональных инвесторов, как пенсионные фонды. Данные же облигации были выпущены для конвертирования долга компаний-застройщиков, номинированного в долларах США, в обязательства, выраженные в национальной валюте – чилийских песо. По этой причине они были избавлены от двух «опасных» черт: во-первых, они были выпущены в национальной валюте и, во-вторых, после окончания строительства. Помимо этого данные облигации еще были индексированы против инфляции и гарантированы государством, что сделало их надежным объектом инвестирования для национального пенсионного фонда. Погашение облигаций осуществляется за счет пошлин за проезд по автомагистрали.

Другим, более ранним, примером реструктуризации в долговые ценные бумаги является финансирование 31-летней концессии для проекта пошлинной автодороги длиной в 101 км в продолжение автомагистрали PanAmerican к югу Чили, к городу Concepcion и к его портам. Спонсором проекта от общественных органов выступило Министерство общественных работ Чили. Частными спонсорами выступили чилийские фонды развития:

100-миллионный 8,5%-ный заем банка «Хиггинс» был реструктурирован в 102-миллионный выпуск облигаций.

**Китай.** Традиционное проектное финансирование применяется в Китае довольно редко – иностранное финансирование осуществляется здесь в основном в форме участия в акциях, а также в форме займов материнских компаний, учрежденных за границей, китайскому юридическому лицу. Только некоторые инфраструктурные проекты финансируются в Китае посредством иностранных заимодавцев, в основном же все риски принимают на себя материнские компании – в редких случаях осуществляется финансирование иностранными заимодавцами на базе гарантий общественного сектора доходов проектных компаний.

Финансирование частных пошлинных дорог в Китае в настоящее время базируется в основном на использовании инструментария рынка ценных бумаг, обеспеченных активами. Посредством секьюритизации существующих автомагистральных активов Китай смог привлечь значительные суммы иностранных инвестиций. Такой подход является привлекательным для частных инвесторов, поскольку они смогли принять на себя при этом ограниченные риски; но и для центральных и провинциальных властей он также оказался выгодным: они с легкостью получили дополнительное финансирование под непривлекательные, но экономически необходимые объекты.

### **Выпуск ценных бумаг государственными корпорациями (на примере ЮАР)**

Среди всех стран с развивающимися финансовыми рынками в ЮАР большая доля рынка долговых ценных бумаг приходится на облигации государственных корпораций. В стране имеются три крупные государственные корпорации – «Эском» (производство электроэнергии); «Телком» (Telcom – телекоммуникации, частично приватизирована) и «Трансет» (Transnet – транспортные услуги).

Ценные бумаги этих государственных корпораций имеют статус государственных ценных бумаг. Кроме того, госбумагами в ЮАР признаются также ценные бумаги, выпущенные «Обществом Транскаледонского тоннеля» (Trans-Caledon Tunnel Authority). Государственные облигации ЮАР могут быть классифицированы на две группы: золотообрезные и



полузолотообрезные. Первые выпускаются правительством республики, вторые – государственными агентствами (корпорациями).

Ценные бумаги «Телкома», «Транснета» и «Общества Транскаледонского тоннеля» обладают полной гарантией государства. Вместе с тем такая гарантия не распространяется автоматически на все ценные бумаги этих агентств: агентства вынуждены платить правительству ЮАР за гарантирование им новых выпусков. «Эском», напротив, не обладает полной гарантией государства, но обладает рейтингом на уровне национального.

«Эском» – вертикально интегрированная компания, которая производит, передает и распределяет электроэнергию. Она производит 95% электроэнергии страны и входит в число семи крупнейших мировых производителей электроэнергии. «Эском» выпускает ценные бумаги с фиксированной ставкой, по большинству которых выплаты процентов осуществляются дважды в год и которые имеют фиксированные суммы к погашению и фиксированные проценты, – такие бумаги подпадают под характеристики золотообрезных. Целью выпуска облигаций является получение финансирования для капитальных проектов, таких как строительство электростанций и линий электропередачи. Любой банк охотно примет такие облигации в качестве обеспечения выдаваемого займа.

«Транснет» – другой южноафриканский гигант, который был инкорпорирован в апреле 1990 г. как общественная компания в рамках закона ЮАР о транспортных услугах. Поскольку правительство ЮАР безусловно и безотзывно гарантирует все облигации «Транснета», они имеют такой же рейтинг, как и суверенные обязательства ЮАР.

С 2000 г. правительство ЮАР приступило к реализации своей крупномасштабной программы приватизации. В числе первых шагов при этом была осуществлена продажа 20% акций «Телкома» посредством предложения к публичной продаже (IPO). В марте 2001 г. «Телком» выпустил облигации на сумму 350,5 млн. долл. США, что явилось крупнейшим выпуском для отдельной компании в ЮАР.

## **Приложение 2. Ретроспективный сценарный прогноз: сбалансированное развитие как альтернатива форсированному росту**

Глобальный финансовый кризис обусловил разрастание кризиса в российской финансовой системе. В конце 2008 г. правительство РФ было вынуждено прибегнуть к масштабному финансированию банковской системы и предприятий реального сектора с целью стабилизации ситуации – всего было выделено около 10% ВВП. Возникает вопрос: возможно ли было более подготовленно встретить мировой финансовый кризис – с точки зрения минимизации его негативного воздействия и затраченных средств.

Основой для сопоставительного сценария развития российской экономики и ее финансовой сферы является предположение о сохранении тенденций развития 2003–2005 гг. В тот период происходило более сбалансированное развитие, важнейшие характеристики которого представлены выше. Ключевыми же сценарными предпосылками правительственного прогноза выступают следующие:

- отсутствие «перекредитованности» экономики – объем кредитов предприятиям и населению не превышает объема депозитов нефинансового сектора в 2006–2007 гг.;
- российские предприятия и банки привлекают внешние займы в существенно меньших объемах, темпы роста российского частного внешнего долга значительно ниже, что могло бы быть достигнуто за счет регулятивных ограничений и административных воздействий на предприятия и банки, подконтрольные государству.

Основными вопросами при реализации ретроспективного прогноза являются:

- насколько велики потери в темпах экономического роста при ограниченных внешних заимствованиях;
- насколько финансовая система оказывается более защищенной от воздействия внешних негативных шоков.

Важнейшее отличие сбалансированного сценария от фактически наблюдавшихся тенденций состоит в существенно более низком объеме внешних займов, которые привлек нефинансовый сектор в 2006–2007 гг. Так, чистый приток иностранного капитала в банковскую систему за два года

снизился на 55 млрд. долл., в нефинансовый сектор – на 42,1 млрд. долл. Соответственно, за счет меньшего объема внешних кредитов сократились и текущие процентные платежи по ним – на 16,1 млрд. долл. В связи с общим снижением совокупного внутреннего спроса объем импорта за два года сократился на 14,8 млрд. долл.

**Таблица 22. Основные статьи платежного баланса РФ (фактические и рассчитанные по сбалансированному сценарию), млрд. долл.**

	Факт			Сбалансированный сценарий		Факт-сценарий	
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2006 г.	2007 г.	2006 г.	2007 г.
<b>Баланс товаров и услуг</b>	<b>104,5</b>	<b>125,5</b>	<b>111,1</b>	<b>131,8</b>	<b>119,6</b>	<b>-6,3</b>	<b>-8,5</b>
Экспорт	268,8	334,7	393,8	334,7	393,8	0,0	0,0
Импорт	-164,3	-209,1	-282,7	-202,8	-274,2	-6,3	-8,5
<b>Сальдо доходов по негосударственному сектору</b>	<b>-18,3</b>	<b>-33,1</b>	<b>-39,5</b>	<b>-30,3</b>	<b>-26,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-13,3</b>
к получению	10,1	15,8	26,2	15,3	23,0	0,5	3,3
к выплате	-28,3	-48,9	-65,7	-45,5	-49,1	-3,3	-16,6
<b>Счет капитальных операций платежного баланса</b>	<b>9,8</b>	<b>32,1</b>	<b>96,0</b>	<b>16,5</b>	<b>14,6</b>	<b>15,6</b>	<b>81,4</b>
<b>Банки</b>	<b>5,9</b>	<b>27,5</b>	<b>45,8</b>	<b>9,4</b>	<b>9,0</b>	<b>18,1</b>	<b>36,8</b>
Обязательства	19,2	51,2	70,9	18,3	22,7	32,8	48,2
Активы	-13,4	-23,6	-25,1	-8,9	-13,7	-14,7	-11,4
<b>Прочие секторы</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>50,2</b>	<b>7,1</b>	<b>5,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>44,6</b>
Обязательства	52,5	52,2	144,7	54,6	60,0	-2,4	84,7
Активы	-48,6	-47,6	-94,4	-47,5	-54,4	-0,1	-40,0
<b>Прирост международных резервов РФ</b>	<b>-61,5</b>	<b>-107,5</b>	<b>-148,9</b>	<b>-100,9</b>	<b>-89,3</b>	<b>-8,7</b>	<b>-59,2</b>

Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов.

В результате внешний частный долг на начало 2008 г. оказывается существенно ниже, чем это было в действительности – лишь 251,5 против 417,2 млрд. долл. В рамках данного сценария удается избежать «бума внешних займов», а более умеренный приток иностранного капитала распределяется между первичным размещением акций, выпуском еврооблигаций и привлечением синдицированных кредитов. Очевидно, что

при меньшем объеме внешних займов должно возрасти их качество, равно как и возможность их обслуживания в будущем (менее проблемного, чем во второй половине 2008 г.). При этом объем международных резервов по сравнению с фактическими данными снижается незначительно, что вполне естественно, поскольку сырьевой экспорт и его налогообложение остаются неизменными.

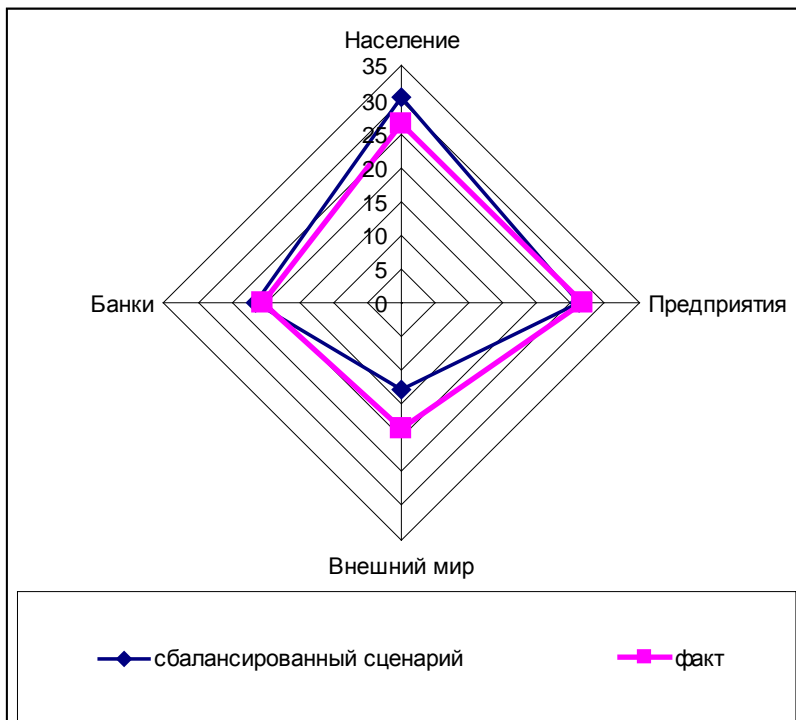
**Таблица 23. Внешний долг и международные резервы РФ, млрд. долл.**

	2005 г.	2006 г.	2007 г.
<b>Факт</b>			
Внешний долг	175,1	261,9	417,2
Банки	50,1	101,2	163,7
Корпорации	125,0	160,7	253,5
Международные резервы РФ	182,2	303,7	476,4
<b>Сбалансированный сценарий</b>			
Внешний долг	175,1	229,1	251,5
Банки	50,1	68,4	82,7
Корпорации	125,0	160,7	168,8
Международные резервы РФ	182,2	295,1	408,5

*Источник:* ЦБ РФ, расчеты авторов.

Соответственно, меняется структура привлеченных средств банковской системы – она становится более устойчивой и сбалансированной. Снижается доля иностранных пассивов – с опасных 18,5 до вполне устойчивых 12,7%. Доля депозитов населения, напротив, возрастает до 30% совокупных пассивов. Вклад предприятий несколько снижается за счет падения активности корпораций на внешних рынках капитала.

**Рис. 30. Доли институциональных секторов в совокупных банковских пассивах (на начало 2008 г.), в %**



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов.

В данном сценарии мы оставили темпы роста доходов населения неизменными, а также не рассматривали изменение поведенческой модели потребления. Динамика депозитов предприятий в 2006 и 2007 гг. оказалась ниже фактической соответственно на 8 и 15%. Примерно в тех же пропорциях сократились темпы роста кредитования предприятий. Кредиты населению были снижены более существенно. В результате если фактически к началу 2008 г. активы банковской системы достигли 58,8% ВВП, то в условиях сбалансированного сценария – лишь 51,5%.

Отдельно отметим динамику денежных показателей в рамках сбалансированного сценария. Темпы роста как широкой денежной базы, так и

денежной массы M2 были здесь ниже в 2006 г. и, что особенно важно, заметно ниже в 2007 г. Учитывая негативный внешний шок в 2007 г. (связанный с подорожанием продовольственных товаров на мировых рынках), данная динамика показателей денежного предложения существенно сокращала воздействие монетарной составляющей на ускорение роста цен.

**Таблица 24. Основные показатели развития финансовой сферы РФ (темпы роста), в %**

	Факт			Сбалансированный сценарий		Факт-сценарий	
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2006 г.	2007 г.	2006 г.	2007 г.
Депозиты населения	35,17	36,35	35,01	36,41	34,95	-0,05	0,05
Депозиты предприятий	37,91	44,90	52,33	37,24	37,40	7,66	14,93
Кредиты населению	90,54	75,29	57,04	60,00	50,00	15,29	7,04
Кредиты предприятиям	30,85	38,53	50,43	32,09	36,52	6,44	13,91
Рост широкой денежной базы	23,36	41,38	33,96	35,62	24,95	5,76	9,01
Рост агрегата M2	36,70	48,78	41,49	44,63	33,45	4,15	8,05
Банковские активы	36,00	43,69	44,22	34,46	34,88	9,23	9,34
Банковские активы, в % ВВП	43,32	50,26	58,84	47,03	51,49	3,23	7,34
Темпы роста ВВП	6,4	7,4	8,1	6,7	6,1	0,7	2,0

Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов.

Нетто-балансы основных институциональных агентов при осуществлении расчетов по сбалансированному сценарию меняются следующим образом: несколько сокращаются собственные средства банковской системы – из-за уменьшения объемов наиболее доходных активов (и прибыли), а также некоторого снижения объемов первичных размещений (прежде всего государственных банков). Из-за снижения темпов роста кредитования нефинансового сектора (поскольку рассчитывался именно сбалансированный сценарий) уменьшилась нетто-задолженность предприятий банковскому сектору и возрос нетто-кредит населения банкам.

Отдельно отметим снижение нетто-задолженности Банка России. В рамках реализации сбалансированного сценария при неизменных параметрах

бюджетной политики (сохранение профицита бюджета и уровней отчислений в Стабилизационный фонд) резко сужаются каналы денежного предложения вследствие снижения прироста международных валютных резервов РФ. Банковская система испытывает дефицит ликвидности, и для его ликвидации необходимо расширение рефинансирования со стороны ЦБ РФ. Поэтому при сохранении, пусть и меньших, темпов роста широкой денежной базы Банк России увеличивает объемы рефинансирования банковской системы, что снижает его нетто-задолженность. Отметим, что расширение рефинансирования банковской системы в 2006–2007 гг. было бы вполне уместным в контексте проблем финансового кризиса 2008 года. Альтернативами рефинансированию могли бы при этом выступить расширение бюджетных расходов и снижение цены отсечения перечислений в Стабфонд, но это явится выбором направления экономической политики.

**Таблица 25. Нетто-балансы (пассивы минус активы) основных институциональных агентов в 2006 и 2007 гг. (фактические и в рамках расчетов сценария сбалансированного развития), млрд. руб.**

	Факт			Сбалансированный сценарий		Факт-сценарий	
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2006 г.	2007 г.	2006 г.	2007 г.
Банки	748,1	892,9	1782,7	818,6	1456,0	74,3	326,7
Федеральное правительство	-504,9	-528,6	-564,2	-528,6	-564,2	0,0	0,0
Внебюджетные фонды	27,4	35,4	26,2	35,4	26,2	0,0	0,0
Регионы	6,1	64,1	29,3	64,1	29,3	0,0	0,0
ЦБ РФ	-695,6	-1040,0	-1360,7	-970,6	-1194,4	-69,4	-166,3
Предприятия	-1579,1	-2014,6	-3193,9	-1926,3	-2780,1	-88,3	-413,9
Население	1639,9	1778,5	1947,4	1959,6	2361,8	-181,1	-414,4
Внешний мир	462,9	1020,7	1645,5	662,4	834,1	358,4	811,4

Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов.

### **Выводы к ретроспективным расчетам сбалансированного сценария в 2006–2007 гг.**

Расчеты показывают, что, при прочих равных, продолжение политики сбалансированного роста привело бы к снижению темпов роста ВВП на 1 п.п. в 2006 г. (с 7,7 до 6,7%) и на 2 п.п. – в 2007 г. (с 8,1 до 6,1%). Снижение темпов роста было обусловлено сокращением внутреннего спроса – как инвестиционного, так и потребительского. Здесь необходимо отметить, что прочие макроэкономические параметры (обменный курс, инфляция, доходы населения, параметры бюджетной политики) были оставлены неизменными.

Потеря темпов экономического роста компенсируется существенным снижением уровня задолженности нефинансового сектора. При этом уменьшается объем задолженности предприятий и населения по банковским кредитам, значительно снижается уровень внешнего частного долга и, соответственно, долговая нагрузка на банки и корпорации – фактически соблюдается баланс между сбережениями и кредитами.

Реализация сбалансированного сценария позволила бы российским денежным властям осуществить ряд принципиальных изменений в параметрах финансовой политики. Во-первых, данный сценарий предполагает более низкие темпы роста денежного предложения, что потенциально явилось бы значимым фактором, противодействующим ускорению инфляции в 2007–2008 гг. Во-вторых, снижение прироста международных резервов уже в 2006 г. актуализировало бы необходимость расширения рефинансирования банковской системы со стороны ЦБ РФ. Конкретные действия в этом направлении позволили бы встретить глобальный финансовый кризис с развитой и эффективной системой рефинансирования коммерческих банков.

В результате потеря темпов экономического роста в 2006–2007 гг. компенсируется улучшением структуры финансовых потоков, повышением стабильности банковской системы, снижением долговой нагрузки на экономику. Перечисленные позитивные факторы приобретают особую ценность в контексте финансового кризиса в конце 2008 г. Есть все основания полагать, что именно названные процентные пункты роста, «принесенные в жертву» ради большей стабильности, обеспечили бы меньшие затраты на ликвидацию кризиса и достижение более высоких темпов экономического роста.



### **Приложение 3. Иностраннные инвестиции – важнейший ресурс экономической модернизации России<sup>41</sup>**

#### **Вводные замечания**

Рассуждения о необходимости модернизации стали общим местом политических выступлений и передовиц газет и журналов. Быстрое «замыливание» темы явилось поводом для ироничного отношения к данному термину. Между тем совершенно очевидно, что действительность диктует абсолютную необходимость экономической модернизации:

- исчерпание сроков службы и возможностей функционирования инфраструктуры становится важнейшим сдерживающим фактором для экономического развития;
- устаревшие технологии обуславливают производство отрицательной добавленной стоимости, т.е. «проедание» национального богатства, и углубляющееся отставание в глобальной конкуренции.

Первую причину можно проиллюстрировать предельно простым примером: отличие реальной ситуации от распространенных мифов, согласно которым современная российская экономика использует производственные фонды и инфраструктуру, созданные при социализме, заключается в том, что мы до сих пор в значительной степени используем инфраструктуру, созданную еще в Российской империи, не модернизируя ее.

Железные дороги России на 85% были построены до 1917 г., и до сих пор лишь на 1,6% из их общей протяженности имеются возможности для организации скоростного движения. Между тем в начале XX века Россия по протяженности железных дорог опережала Англию и Германию, а техническое их состояние соответствовало передовым на то время стандартам. За прошедшие почти сто лет железные дороги в Европе постоянно совершенствовались, из оставшихся же на континенте железных дорог (а их общая протяженность за это время и в Германии, и в Англии сократилась) более 90% пригодны для скоростного движения.

Вторая причина еще более остра. В условиях смены технологических укладов резко усиливается различие между темпами экономического

<sup>41</sup> Материал данного приложения основан на статье в журнале «Экономическое развитие России». 2010. № 10.

развития стран, ставших на путь смены технологического уклада, и стран, где сохраняется предыдущий технологический уклад. И здесь устаревшая технологическая структура отечественной экономики становится важнейшим фактором дальнейшего отставания России от своих конкурентов на мировом рынке.

Поэтому можно полностью согласиться с президентом Д. Медведевым, заявившим: «Модернизация у нас получится, только надо ее провести быстро и качественно, привлекательной для людей и бизнеса... Если модернизацию провести не удастся, последует развал страны, деградация экономики».

Тезис о необходимости модернизации, как нам представляется, разделяют все – кто на самом деле, кто только на словах. Дальше начинаются вопросы, без понимания которых и без правильных ответов на которые модернизация сведется к очередному «построению коммунизма». К сожалению, по четырем важнейшим вопросам сегодня наблюдается полная противоположность интересов общества и существующей политической элиты. Назовем их:

- 1) масштабы модернизации;
- 2) ресурсы модернизации;
- 3) роль финансового сектора в модернизации;
- 4) субъекты модернизации.

Здесь мы рассмотрим первые два вопроса.

### **Масштабы модернизации**

Первый вопрос – какая модернизация нам нужна? Среди политической элиты существует глубочайшая недооценка масштабов требуемой модернизации. Некоторые отраслевые лоббисты, продолжая говорить о необходимости снижения курса рубля, теперь, рассуждая о модернизации, говорят, что на дополнительные доходы, полученные от такого снижения, предприятия создадут новые мощности и тем самым будет обеспечена модернизация.

Однако этих средств не просто не хватит – необходимые для модернизации ресурсы несопоставимы с ними по масштабу: разница здесь примерно двадцатикратная. По масштабам модернизация, которая нам нужна, превосходит модернизацию 30-х годов прошлого века и может в отечественной истории быть сопоставлена только с периодом 1890–1913 гг.

Нам требуется проведение такой модернизации, которая позволит России соответствовать условиям развития в ближайшие 50 лет, т.е. эффективно

развиваться в рамках нового технологического уклада, нового «кондратьевского» цикла. Другими словами, речь идет о создании заново всей инфраструктуры, всего основного капитала, о формировании принципиально новых знаний и о разработке передовых технологий. А для этого нужны ресурсы, несопоставимые по объему не только с ресурсами предприятий, но и с ресурсами предприятий, государства и населения вместе взятых.

Недавно представленный журналом «Эксперт» блок материалов при опубликовании очередного рейтинга крупнейших российских предприятий («400 крупнейших предприятий России»)<sup>42</sup> содержит две более взвешенные оценки ресурсов, необходимых для модернизации. Первая получена путем суммирования средств, запланированных к инвестированию в рамках действующих отраслевых стратегий и федеральных целевых программ, и составляет 112 трлн. руб. до 2020 г.; вторая рассчитана самими авторами материалов как желаемая и составляет на тот же период 180 трлн. руб. Однако и эти цифры, на наш взгляд, значительно занижены: даже очень грубый подсчет позволяет заключить, что нижняя граница необходимых ресурсов лежит где-то на уровне 300 трлн. руб., а верхняя теряется за планкой в 800 трлн. руб.<sup>43</sup> Для более точной оценки ресурсов, с помощью которых Россия может быть модернизирована, требуется серьезная исследовательская работа, о необходимости которой ни одно официальное ведомство пока даже не задумывалось.

## Ресурсы модернизации

Естественным образом встает второй вопрос – где взять такие ресурсы? Каковы источники тех огромных инвестиций, которые требуются для модернизации? Этот вопрос стал ключевым в докладе «Структурная модернизация финансовой системы России»<sup>44</sup>.

<sup>42</sup> Эксперт. 2010. № 39. С. 87–161.

<sup>43</sup> В данном случае мы не привязываемся к каким-либо ограничениям по времени. Приводимые цифры – лишь очень примерная попытка дать стоимостную оценку всей модернизации, а удастся ли ее осуществить в ближайшем десятилетии – очень большой вопрос. Но время, которым располагает Россия для проведения полноценной модернизации, совершенно точно не отличается в разы от десятилетнего периода.

<sup>44</sup> Структурная модернизация финансовой системы России. – М., 2010.

Проблема «длинных» денег – важнейшая стратегическая проблема финансового сектора и всей экономики России в течение всей постсоветской истории, которая останется до конца не решенной еще, по крайней мере, на протяжении десяти ближайших лет. Мы не можем решить ее так, как решали ее в 30-е годы XX века, но можем использовать для этого опыт Российской империи конца XIX века.

По нашему мнению, имеются четыре возможных источника привлечения «длинных» денег в качестве ресурсов для модернизации: средства предприятий, средства государства, средства населения, иностранные инвестиции. Первые трех заведомо недостаточно, но это не означает, что не нужно прилагать усилий по их привлечению для правильного их использования в целях модернизации.

Рассмотрим эти потенциальные ресурсы более подробно.

### ***Средства иностранных инвесторов***

Важнейший ресурс для модернизации – иностранные инвестиции. Нам потребуется максимизация объема прямых и консервативных портфельных долгосрочных инвестиций как главного и необходимого источника привлечения средств для модернизации. При этом ключевым инструментом стимулирования прямых вложений иностранных частных компаний и фондов и прихода в Россию консервативных портфельных инвесторов (в первую очередь пенсионных) является качественное улучшение инвестиционного климата в стране. Об этом говорится уже почти 20 лет, и мы соответствующие возможности уже упустили: за это время нас обогнали 15–20 стран с худшими стартовыми условиями конкуренции; у нас же остается не более четырех-пяти лет для того, чтобы перестать говорить и начать активно действовать.

Это потенциально не ограниченный источник, который можно задействовать только при условиях кардинального повышения эффективности экономической политики государства, улучшения инвестиционного климата в стране и отказа от идеологии самоизоляции. Обязательное условие – достижение национальным финансовым рынком статуса международного финансового центра (МФЦ).

### *Средства населения*

Вторым по значимости источником ресурсов для модернизации (после иностранных инвестиций) могут стать средства населения. Сегодня он в целом недостаточен относительно потребностей в необходимых для этого средствах. Кроме того, эти ресурсы дополнительно уменьшаются из-за того, что сбережения населения имеют серьезные структурные дисбалансы, – т.е. они:

- выше нормы доли инвестирования в недвижимость, покупки наличной валюты и сбережений в наличных рублях;
- ниже нормы доли инвестиций в ценные бумаги, инструменты коллективных инвестиций и средства на банковских вкладах.

В среднесрочной перспективе сбережения населения достаточны для умеренного сбалансированного экономического роста в условиях отказа от модернизации, но недостаточны для осуществления самой модернизации. Структурные перекосы здесь могут быть исправлены активной экономической политикой по стимулированию «правильных» инвестиций населения; но в ее отсутствие все останется по-прежнему и как ресурс модернизации средства населения будут практически незначимы.

Превращение сбережений населения в крупный и долгосрочный инвестиционный ресурс для модернизации экономики потребует ряда изменений в структуре использования населением своих доходов. Во-первых, необходимо увеличить долю сбережений в совокупном объеме доходов населения в результате относительного снижения доли потребительских расходов. (Мы не призываем к недопотреблению (!) – этого можно достичь всего лишь сокращением потребительского кредитования за счет той части кредитов, которые заведомо не могут быть возвращены.) Во-вторых, нужно перераспределить потоки сбережений: увеличить объем инвестиций в инструменты финансового рынка за счет сокращения спроса населения на наличные деньги (доля наличных денег в обращении в России – наивысшая среди крупных стран) и за счет снижения доли недвижимости в инвестициях населения (в том числе через секьюритизацию недвижимых активов).

Вместе с тем не следует переоценивать сбережения населения как ресурс для модернизации – он строго ограничен и его объем не позволяет пополнять средствами пенсионную систему и финансовые рынки до уровня развитых стран.

### ***Средства предприятий***

Средства предприятий заведомо недостаточны не только для модернизации, но и для расширенного воспроизводства. При условии оптимизации их использования (в том числе ликвидации оттока капитала) они могут быть достаточными для расширенного воспроизводства с низкими темпами роста.

### ***Средства государства***

Сегодня достаточно крупные инвестиции в модернизацию отечественной экономики в среднесрочной перспективе со стороны государства недостаточны. Они вообще неэффективны в качестве источника для инвестиций, но могут быть эффективными в качестве инструмента страхования частных инвестиций (за счет создания национальной гарантийной системы и национальной компенсационной системы).

### **Две идеологии модернизации**

Обобщая различные позиции по вопросам масштабов и ресурсов модернизации, можно сделать вывод о наличии здесь двух принципиально различных подходов.

Первый из них можно охарактеризовать как либеральный. Он предполагает, что масштаб требуемой модернизации на качественном уровне описывается следующим образом: создание новой экономики, соответствующей новому технологическому укладу. В количественном (стоимостном) выражении он требует не менее 300 трлн. руб. частных инвестиций. С либеральной точки зрения важнейший ресурс модернизации – иностранные инвестиции, в первую очередь прямые.

Второй подход с полным основанием может быть назван «чучхейским»<sup>45</sup>. Он предполагает, что, в соответствии с мнением отечественных

---

<sup>45</sup> «"Чучхе" – самобытность, самостоятельность, специфичность; субъект (в философском, юридическом и лингвистическом понимании); хозяин дела, страны, революции» – такое определение этого понятия дает переводчик сборника избранных произведений Ким Ир Сена (М.: Политиздат, 1987. С. 136). Чучхейская идеология, как заявлял сам ее основоположник Ким Ир Сен, – идеология Трудовой партии Кореи, до сих пор господствующая в Северной Корее. Изоляционизм – прямое следствие применения этой идеологии на практике. Опора только на собственные силы непосредственно ведет к агрессивному неприятию всего иностранного, в том числе иностранных инвестиций. Северная Корея сегодня – одна из стран, отличающихся крайне

изоляционистов, масштаб модернизации в ближайшее десятилетие составит от 35–55 трлн. руб. средств предприятий до 112–180 трлн. руб. федеральных целевых программ, инвестиционных планов существующих госкорпораций и ОАО с преобладающим участием государства.

Важнейший ресурс модернизации с точки зрения «чучхейцев» – все что угодно, но только не иностранные инвестиции; при этом называются средства предприятий (например, депутатом А. Аксаковым) и/или средства населения (рейтинговое агентство «Эксперт»).

### Экскурс в историю

Модернизация – это всегда нестационарное развитие, предполагающее определенный рывок от прошлого к будущему. Поэтому она всегда требует изыскания ресурсов, которые в режиме стационарного развития не привлекаются, т.е. ресурсов более крупных, чем обычно потребляемые. Где же брали их страны на модернизацию в течение последних 120 лет?

Мы выделили десять наиболее крупных экономических модернизаций этого периода:

- российская модернизация 1890–1913 гг.;
- гитлеровская модернизация Германии;
- сталинская модернизация СССР;
- «немецкое экономическое чудо» 1948–1972 гг.;
- «японское экономическое чудо» 1950–1972 гг.;
- развитие депрессивных районов во Франции, Италии, Великобритании в 60–70-е годы XX века;
- модернизации в странах Юго-Восточной Азии («азиатские тигры» – Корея, Гонконг, Тайвань, Сингапур);
- «китайское экономическое чудо» с 1978 г. по настоящее время;
- «кельтская модернизация» Ирландии 1994–2007 гг.;
- индийская модернизация 2000-х годов.

В табл. 26 представлены результаты анализа указанных модернизаций с целью выделения роли в них иностранных инвестиций и наличия опоры на финансовый рынок.

---

низким уровнем экономической конкурентоспособности и крайне низким уровнем жизни населения.

**Таблица 26. Роль иностранных инвестиций в модернизации**

	Иностранные инвестиции		Опора на финансовые рынки
	Всего	В том числе ПИИ	
Россия (1890–1913 гг.)	+	+	Ведущая роль
Германия (гитлеровский режим)	-	-	Нет
СССР (сталинское время)	-	-	Нет
Германия (1948–1972 гг.)	+	+	Да
Япония (1950–1972 гг.)	+	-	Нет
Европа (депрессивные районы)	+	-	Нет
Юго-Восточная Азия	+	+	Ведущая роль
Китай	+ (с 1978 г.)	+ (с 1978 г.)	Да (с 1995 г.), ведущая роль (с 2004 г.)
Ирландия	+	-	Да
Индия	+	+	Да, ведущая роль (с 2009 г.)

*Примечание.* «+» инвестиции наличествовали; «-» инвестиции отсутствовали.

*Источник:* расчеты авторов.

Из перечисленных примеров модернизации восемь (т.е. все, реализованные в рамках нетоталитарных обществ) в качестве главного финансового источника модернизации предполагали иностранные инвестиции. Среди них в пяти случаях (российская модернизация 1890–1913 гг., «немецкое экономическое чудо» 1948–1972 гг., модернизации в странах Юго-Восточной Азии, «китайское экономическое чудо» и индийская модернизация 2000-х годов) особенно высоки были доля и роль прямых иностранных инвестиций.

Здесь нужно сделать замечание относительно особого пути Китая. На первых этапах китайских реформ (названных в декабре 1978 г. «социалистической модернизацией») иностранные инвестиции не привлекались. Но с началом приватизации (с 1984 г.) началось привлечение иностранных инвестиций<sup>46</sup>. В 1990-е годы прямые иностранные инвестиции стали в Китае основным ресурсом модернизации.

Опыт проведения крупнейших модернизаций однозначно свидетельствует о том, что привлечение иностранных инвестиций является обязательным

<sup>46</sup> Дэн Сяопин: «Мы приветствуем у себя иностранный капитал и достижения передовой зарубежной техники» (Дэн Сяопин. О строительстве социализма с китайской спецификой. 30 июня 1984 г.).



условием их осуществления. При этом в полной мере успешными могут считаться только те модернизации, в которых ведущую роль играли ПИИ. Во всех других случаях наблюдались те или иные негативные последствия «модернизационного рывка». Такие последствия можно классифицировать следующим образом:

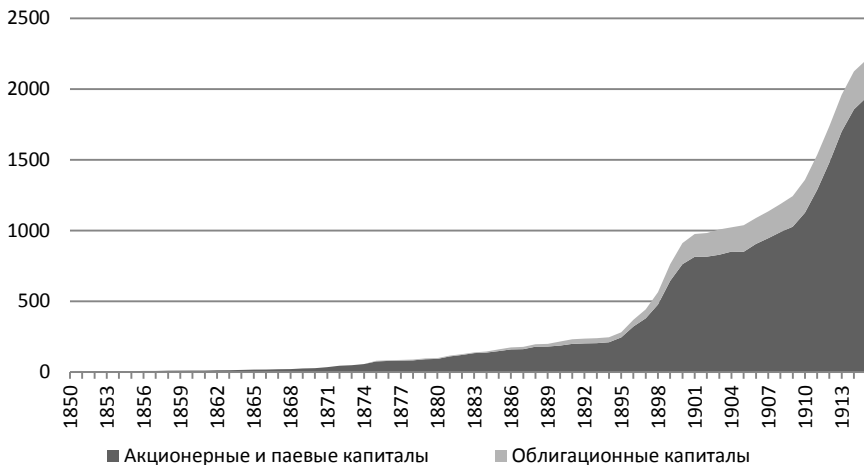
- резкое увеличение долгового бремени на государство (Япония, отчасти Италия) или на корпоративный сектор (Ирландия), приводящее к последующему торможению развития и к повышению финансовой неустойчивости;
- сокращение потребления населения (Россия в годы сталинской модернизации);
- технологическое отставание.

Основные особенности российских модернизаций можно описать следующим образом.

***Модернизация С.Ю. Витте и П.А. Столыпина 1890–1913 гг.***

- Создание мощной конкурентоспособной промышленности и инфраструктуры на основе последних достижений НТП, освоение восточных территорий в сельском хозяйстве.
- Многократный рост валовых экономических показателей, резкий рост производительности труда.
- Резкий рост благосостояния и культурного уровня народа.
- Основной источник ресурсов – иностранные инвестиции (см. рис. 31).

**Рис. 31. Иностранные инвестиции в Российской империи, млн. золотых рублей (1 рубль = 1/15 империала)**



Источник: рассчитано по: Оль П.В. Иностранные капиталы в народном хозяйстве довоенной России. – Ленинград, 1925. С. 11–13.

### **Сталинская модернизация 1927–1945 гг.**

- Создание тяжелой промышленности, гидроэнергетики и мощного военно-промышленного комплекса, освоение восточных территорий в промышленности.
- Многократный рост валовых экономических показателей.
- Основной источник ресурсов – внеэкономическое принуждение и экспроприации, неоплаченный труд крестьян и заключенных.

Исторический опыт дает нам единственно правильный ответ на вопрос о том, какие финансовые ресурсы должны использоваться для модернизационного рывка в условиях нетоталитарного общества: иностранные инвестиции с высокой долей прямых инвестиций.

## Особая роль прямых иностранных инвестиций в модернизации

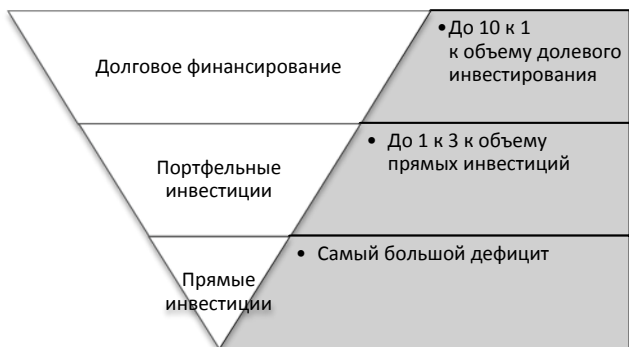
Кроме собственно финансовых ресурсов ПИИ приносят в экономику, принимающую инвестиции, также новые технологии и инновации. Это особенно важно в нынешних российских условиях, о чем достаточно часто говорят российские эксперты и особенно профессиональные финансисты. Изредка говорится и о том, что в современном глобализованном мире ПИИ являются единственным общедоступным и одновременно достаточным ресурсом для модернизационных рывков. Но следует указать еще на одну функцию ПИИ, которую они будут вынуждены играть в России в отсутствие внутренних источников для масштабных частных прямых инвестиций.

Современная экономическая теория в качестве основной функции рынка долевого капитала на макроэкономическом уровне признает функцию обеспечения кредитной экспансии<sup>47</sup>. Трактовать это теоретическое положение следует таким образом, что привлечение долевого капитала создает необходимые условия для привлечения долгового капитала в различных формах, существенно расширяя возможности привлечения долгового капитала и обеспечивая должный уровень безопасности такого привлечения. В свою очередь, подразделяя долевой капитал на прямые и портфельные инвестиции, необходимо признать, что портфельные инвестиции тяготеют к тем вариантам вложения средств, в которых уже наличествуют крупные объемы прямых («стратегических») инвестиций. Другими словами, основой для привлечения портфельных инвестиций являются прямые инвестиции.

В нынешних российских условиях привлечение 1 руб. прямых инвестиций позволяет обеспечить впоследствии привлечение долгового капитала в размере до 40 руб. при уровне риска ниже дефолтного. В качестве иллюстрации в данном случае предлагается схема левериджа кредитной экспансии, приводимая на рис. 32.

<sup>47</sup> Обзор теоретических воззрений по данному вопросу см. Евстигнеев В.Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. – М., 2002.

**Рис. 32. Схема левериджа кредитной экспансии**



Источник: расчеты авторов.

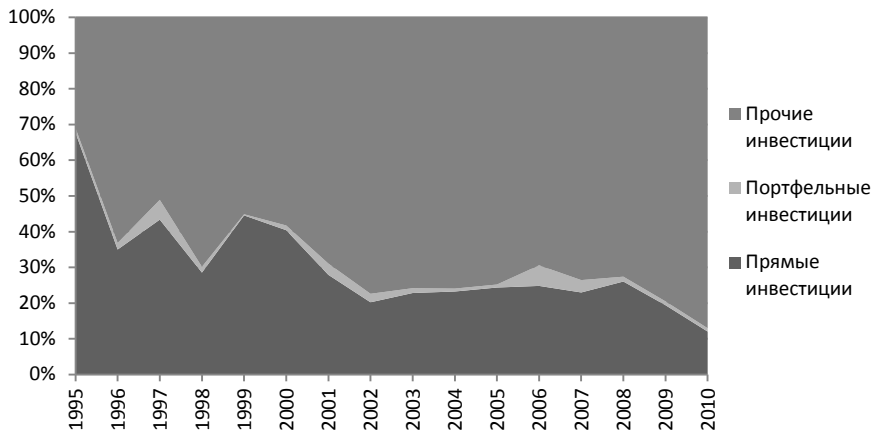
Это означает, что привлечение ПИИ ценно не только тем объемом финансовых ресурсов, которые, собственно, и составляют ПИИ, и не только привнесенными технологиями, но и «эффектом рычага», который появляется при наличии ПИИ в виде совокупного объема привлеченного капитала, включая портфельные инвестиции и долговой капитал. Можно сказать, что ПИИ являются тем звеном, потянув за которое, можно обеспечить модернизацию ресурсами в необходимом объеме.

Продолжая логическую цепочку в направлении условий привлечения ПИИ, следует сказать, что кроме очевидной необходимости кардинального улучшения инвестиционного климата в стране, о чем говорится уже двадцать лет, другим важнейшим условием привлечения ПИИ выступает наличие уже инвестированных внутренних ресурсов. И в этом плане роль «общественно полезного» инвестирования сбережений населения невозможно переоценить, поскольку именно сбережения населения, инвестированные в инструменты финансового рынка (и, посредством их, в реальный сектор экономики), могут стать тем «якорем», который притянет ПИИ в случае улучшения в России инвестиционного климата.

Завершая разговор о ПИИ, совершенно необходимо указать на то, что их доля в структуре иностранных инвестиций в течение последних десяти лет недопустимо низка: если в 1990-е годы она колебалась в пределах от 30 до 70% (30% – в самом неудачном 1998 г.), то в 2000-е годы она находилась в

диапазоне 18–24%, а в 2010 г. вообще упала до рекордно низких 12% (см. рис. 33).

**Рис. 33. Структура иностранных инвестиций в Россию, в %**



Источник: по данным Росстата.

### Вместо заключения: последствия кризиса

К сожалению, необходимо констатировать, что условия для старта модернизации резко ухудшились в течение кризиса 2008–2009 годов и в последующие годы: по темпам экономического роста Россия в период кризиса выпала из группы стран БРИКС, уступила всем другим странам-партнерам по группе G20, не в ее пользу изменились и глобальные инвестиционные потоки. Основные конкуренты России показали свои преимущества, в том числе более высокую устойчивость своих рынков и своей экономики и более высокое качество государственного управления.

Выше уже говорилось о том, что обязательным условием привлечения иностранных инвестиций в РФ является обретение национальным финансовым рынком формы МФЦ, т.е. достижение им уровня глобальной конкурентоспособности. Кризис сильно снизил вероятность создания МФЦ в России, несмотря на то что он привел к серьезному ускорению изменений в конфигурации глобальной конкуренции на рынке капитала.

В 2000-е годы наблюдалась смена тенденции к концентрации ликвидности и финансовых операций в ограниченном числе крупнейших МФЦ тенденцией к потере своих конкурентных преимуществ большинством МФЦ в странах с развитыми финансовыми рынками и к появлению реальных шансов сформировать МФЦ целым рядом стран с развивающимися финансовыми рынками. До 2007 г. Россия в основном следовала в русле повышения доли стран с развивающимися финансовыми рынками в глобальной ликвидности<sup>48</sup>, но после этого ее доля в глобальной ликвидности стабилизировалась с тенденцией к падению, и, как показывает более глубокий анализ, РФ начала проигрывать своим прямым конкурентам на глобальном рынке капитала.

В отличие от других стран с развивающимися финансовыми рынками Россия также не смогла восстановить свой рынок IPO; по итогам посткризисных 2009–2011 гг. даже у Польши оказался больший объем привлечения средств посредством IPO, чем у России, не говоря уже о Китае, Индии и Бразилии.

Это обстоятельство не менее огорчительно, чем утрата Россией конкурентных преимуществ в борьбе за глобальную ликвидность, – ведь именно дефицит долевого финансирования сейчас является наиболее острой проблемой российского корпоративного сектора. Дальнейшее ухудшение ситуации в этой сфере еще больше снизит возможность привлечения инвестиций в различных формах для подавляющего большинства российских предприятий.

Как представляется, это является прямым следствием тех ключевых недостатков, свойственных России, которые ярко проявились в ходе кризиса:

- отсутствие долгосрочного инвестора;
- низкое качество структуры оборота финансовых инструментов;
- низкий free float как следствие высокой доли государства в экономике и необходимости сохранения значительной концентрации бизнеса в целях защиты от его захвата;
- низкая степень капитализации финансовых организаций и концентрации активов в управлении;
- низкое качество управления (активами, финансовыми и нефинансовыми корпорациями, государством).

---

<sup>48</sup> Именно этот показатель признается современной экономической наукой основным показателем глобальной конкурентоспособности национального финансового рынка.

#### **Приложение 4. Основные аспекты развития рынка государственных ценных бумаг**

Рынок внутреннего долга является неотъемлемой частью национальной финансовой системы, позитивные и негативные характеристики которой напрямую воздействуют как на состояние финансовой сферы, так и на развитие реального сектора экономики. Структурная модернизация российской финансовой системы предполагает формирование принципиально иной политики управления рынком федеральных облигаций, целью которой должно стать максимальное содействие экономическому росту, финансовой стабильности и всестороннему развитию прочих сегментов национального финансового рынка.

Выработка эффективной политики управления рынком федеральных облигаций существенно затрудняется «тяжелым наследием» финансового кризиса 1998 года. Отметим, что восприятие основных причин этого долгового кризиса в качестве следствия проводившейся бюджетной политики является достаточно ограниченным – к возникновению системного финансового кризиса в августе 1998 г. привел комплекс стратегических и тактических ошибок денежных властей, отчасти обусловленный макроэкономическим развитием России, а также такие факторы, как неоправданно высокая доходность государственных ценных бумаг, расширение рынка внутреннего долга без учета располагаемой ресурсной базы, стремление увеличить срок долга без учета структуры привлеченных средств, хронически несогласованные действия Центробанка РФ и Министерства финансов РФ, отказ Центробанка РФ страховать иностранные инвестиции одновременно с введением «валютного коридора» на три года, привлечение внешних инвесторов без соответствующих стерилизационных мероприятий.

Кроме того, существенный вклад в формирование системного кризиса 1998 года внесли и тактические ошибки российских денежных властей, непосредственно связанные с управлением рынком государственных ценных бумаг.

В настоящее время доходность федеральных облигаций находится в отрицательной реальной области, что, с одной стороны, создает определенные преимущества для денежных властей, связанные со снижением

реального объема внутреннего долга и стоимости его обслуживания. С другой стороны, отрицательная реальная доходность федеральных облигаций, наряду с общим дефицитом обращающихся финансовых инструментов, потенциально провоцирует вероятность возникновения банковского кризиса, нестабильности обменного курса рубля, а также лишает денежные власти такого инструмента регулирования, как процентные ставки. Учитывая высокую зависимость российской экономики от внешних факторов, подобное положение лишь усиливает незащищенность национальной финансовой сферы от внешних шоков и снижает возможности денежных властей по реализации принятой денежной политики.

Превышение спроса над предложением федеральных облигаций формирует достаточно комфортное положение для денежных властей, влекущее за собой снижение реального объема внутреннего долга и сохранение ресурсного потенциала для его расширения. Более того, рынок внутреннего долга оказывается при этом фактически «национализированным»: состав основных инвесторов характеризуется институтами, контролируемыми денежными властями РФ. Тем не менее отрицательная реальная доходность федеральных облигаций, несмотря на отдельные преимущества подобной динамики для денежных властей, оказывает негативное воздействие на состояние национальных финансов, в том числе на банковскую систему и финансовые рынки.

Сохранение отрицательной (либо резко отрицательной) реальной доходности федеральных облигаций обуславливает формирование потенциальной угрозы для возникновения банковского и валютного кризисов, сохранения значительного интервала между уровнями действующих в экономике процентных ставок, ускорения инфляции и, в конечном итоге, формирования условий для дестабилизации национальной финансовой системы.

Прежде всего необходимо выделить наиболее существенные факторы, обуславливающие подобное положение:

- Отрицательная реальная доходность способствует изменению состава инвесторов на рынке внутреннего долга. Низкая доходность может быть удовлетворительной лишь для финансовых организаций, располагающих дешевыми пассивами (как, например, для Сбербанка РФ и Пенсионного фонда РФ). Российские коммерческие банки располагают более дорогими пассивами – вследствие вынужденной конкуренции со Сбербанком РФ.



Естественно, что часть средств коммерческих банков направляется на рынок внутреннего долга либо размещается на банковских депозитах в ЦБ РФ в качестве обеспечения ликвидности, несмотря на отрицательные реальные проценты. Большая доля оставшихся свободными средств вынужденно размещается на прочих сегментах финансового рынка – корпоративных облигаций, акций, векселей и др. Коммерческие банки вынуждены осуществлять перераспределение активов в направлении более рискованных инструментов для получения прибыли от инвестиционных операций, но за счет резкого усиления рисков размещения активов. Подобное перераспределение банковских активов в пользу более доходных и рискованных инструментов формирует основу для возникновения нового кризиса.

- Отрицательная доходность федеральных облигаций сокращает *объем* привлеченных банками финансовых ресурсов. Будучи наименее рискованным и наиболее ликвидным финансовым инструментом, федеральные облигации (и банковские депозиты в ЦБ РФ) формируют минимальный уровень стоимости свободных финансовых ресурсов в экономике. Резкое снижение данного показателя обуславливает уменьшение процентных ставок по банковским депозитам для юридических и физических лиц; а свою очередь, это ведет к снижению темпов прироста депозитных вкладов предприятий и населения (а при определенных условиях – и к сокращению их объема), что непосредственно уменьшает ресурсную базу банковской системы.
- Сокращение притока финансовых средств на банковские депозиты (либо их отток) обуславливает расширение спроса на иностранную валюту как на альтернативное направление размещения сбережений, что, при определенных условиях, будет провоцировать нестабильность на валютном рынке.
- Сохранение тенденции к укреплению реального курса рубля в условиях снижения доходности федеральных облигаций провоцирует возникновение дисбаланса в банковской валютной позиции – увеличение пассивов в иностранной валюте и размещение их в российских рублях в ожидании получения дополнительной прибыли за счет укрепления реального курса рубля по отношению к иностранной валюте (прежде всего по отношению к доллару США). В случае изменения тенденции в области валютных курсов, предшествующей росту доходности

федеральных облигаций, национальные коммерческие банки столкнутся со значительными убытками с и кризисом ликвидности, что также будет инициировать возникновение банковского кризиса. Отрицательная доходность федеральных облигаций ведет к усилению «разброса» действующих процентных ставок в экономике. Избыток свободных финансовых средств, с одной стороны, способствует резкому снижению процентных ставок по наиболее ликвидным и надежным финансовым инструментам (прежде всего с точки зрения обеспечения ликвидности в банковской системе); с другой стороны, он оставляет по меньшей мере неизменными процентные ставки по прочим инструментам. В результате увеличивается разрыв в уровне процентных ставок по отдельным финансовым инструментам, что влечет за собой как уменьшение (либо снижение прироста) банковских пассивов, так и сокращение темпов прироста банковских активов, связанных с инвестированием в реальный сектор экономики.

- Отрицательная доходность федеральных облигаций оказывает деструктивное воздействие на прочие сегменты национального финансового рынка – эмитенты муниципальных, корпоративных облигаций и акций оказываются при этом лишены ориентиров в динамике текущих процентных ставок. В результате облигационные займы размещаются под более высокую относительно ожидаемой доходность либо не в полном (ожидаемом) объеме – во всех случаях эмитенты акций и долговых обязательств сталкиваются с потерями из-за отсутствия адекватной информации о процентных ставках, что неизбежно приводит к ухудшению состояния всей финансовой системы.

Рынок федеральных облигаций призван содействовать экономическому росту, обеспечивая:

- снижение инфляции и защиту национальных финансов от воздействия внешних шоков (негативных и позитивных);
- рост внутренних сбережений и расширение ресурсной базы национальной банковской системы;
- комплексное развитие смежных сегментов национального финансового рынка;
- увеличение возможностей денежных властей по привлечению финансовых средств с внутреннего рынка, а также по эффективному

использованию процентных ставок в качестве инструмента макроэкономического регулирования.

Рынок внутреннего долга традиционно влияет на структуру денежного предложения, развитие прочих сегментов национального финансового рынка и содействует стабильности банковской системы. Несмотря на отсутствие потребности правительства в заемных средствах (вследствие сохранения профицита федерального и консолидированного бюджетов в посткризисный период), расширение рынка федеральных облигаций призвано выполнять следующие функции:

- *Обеспечение привлечения средств в федеральный бюджет.* Несмотря на сохранение профицита федерального и консолидированного бюджетов РФ (из-за сохранения цен мирового рынка на сырую нефть и прочие энергоресурсы на приемлемо высоком уровне), благоприятная ценовая конъюнктура на внешних рынках может достаточно быстро измениться, как это и случилось, например, в конце 2008 г. При реализации данного сценария бюджетные поступления сократятся, а невозможность снижения социальных выплат приведет к возникновению дефицита государственного бюджета, финансирование которого потребует привлечения средств с внутреннего и внешнего рынков. В отсутствие эффективного и реального действующего рынка внутреннего долга увеличение заимствований будет попросту невозможным либо будет сопряжено с резким ростом стоимости заимствований, что обусловит повышение общего уровня процентных ставок в экономике.
- *Стабилизирующую.* Обращающиеся на развитом рынке внутреннего долга федеральные облигации являются наиболее ликвидным, наименее доходным и рискованным финансовым инструментом. По своей сути они призваны аккумулировать избыточные финансовые средства, появляющиеся вследствие нестабильности на прочих сегментах внутреннего рынка, неблагоприятного изменения конъюнктуры на внешних рынках либо должны выступать в качестве эффективного инструмента стерилизации избыточной ликвидности.
- *Регулирующую.* Рынок федеральных облигаций, регулируемый денежными властями, должен играть роль главного сегмента национальной финансовой системы. Его развитие призвано стимулировать развитие прочих сегментов финансового рынка, принципиально важных для стабильного развития реального сектора экономики. При этом прочие

сегменты непосредственным образом зависят от состояния рынка федеральных облигаций – с точки зрения процентных ставок, объема портфельных инвестиций, конъюнктуры на смежных сегментах.

- *Стимулирующую.* Эффективный рынок федеральных облигаций должен содействовать структурированию процентных ставок в экономике, направленному на рост сбережений и интенсификацию инвестиционной активности, в том числе и на увеличение объема кредитов, предоставляемых реальному сектору банковской системой.

Доминирующее воздействие рынка федеральных облигаций на состояние финансовой сферы России очевидно и будет зависеть от усилий денежных властей по его развитию. Развитый рынок федеральных облигаций, характеризующийся значительными оборотами вторичных торгов, высокой ликвидностью и низкими рисками, будет способствовать поступательному развитию прочих сегментов национального финансового рынка. Восстановление докризисного состояния последнего неизбежно будет стимулировать развитие национальной банковской системы, расширение спектра предоставляемых банковских услуг и обращающихся на рынке финансовых инструментов. В свою очередь, этот процесс должен вести к росту сбережений в экономике и, одновременно со структурированными процентными ставками, к усилению инвестиционной активности и достижению устойчиво высоких темпов роста производства.

**Таблица 27. Соотношение стоимости государственных долговых ценных бумаг в обращении на внутреннем рынке и ВВП по странам**

Место	Страна	Валовой внутренний продукт в 2008 г., млн. долл.	Стоимость государственных ценных бумаг в обращении на внутреннем рынке по состоянию на конец 2008 г., млн. долл.	Соотношение, в %
1	Япония	4909 272	9113 200	185,6
2	Греция	356 796	310 500	87,0
3	Бельгия	497 586	394 000	79,2
4	Италия	2293 008	1779 700	77,6
5	Португалия	242 689	136 100	56,1
6	США	14 204 322	7880 800	55,5
7	Франция	2853 062	1436 700	50,4
8	Канада	1400 091	673 600	48,1
9	Голландия	860 336	374 500	43,5
10	Сингапур	181 948	72 700	40,0
11	Малайзия	194 927	76 600	39,3
12	Чехия	216 485	81 600	37,7
13	Таиланд	260 693	97 300	37,3
14	Германия	3652 824	1362 100	37,3
15	Южная Корея	929 121	337 500	36,3
16	Бразилия	1612 539	545 800	33,8
17	Испания	1604 174	540 000	33,7
18	Китай	4326 187	1416 500	32,7
19	Индия	1217 490	387 600	31,8
20	Великобритания	2645 593	826 600	31,2
21	Польша	526 966	147 800	28,0
22	Австрия	416 380	110 600	26,6
23	Финляндия	271 282	68 800	25,4
24	Дания	342 672	85 400	24,9
25	Швейцария	488 470	119 800	24,5
26	Швеция	480 021	112 700	23,5
27	Турция	794 228	180 200	22,7
28	Ирландия	281 776	60 700	21,5
29	Южная Африка	276 764	57 200	20,7
30	Аргентина	328 385	54 400	16,6
31	Мексика	1085 951	174 600	16,1
32	Индонезия	514 389	62 900	12,2
33	Норвегия	449 996	49 500	11,0
34	Австралия	1015 217	106 200	10,5
35	Гонконг	215 355	21 000	9,8
36	<b>Россия</b>	<b>1607 816</b>	<b>48 366</b>	<b>3,0</b>

Источник: рассчитано по данным World Bank, BIS, Росстата, Минфина РФ.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

Barro, Robert J. On the determination of public debt // Journal of Political Economy. Vol. 87. Issue 5. Part 1. P. 940–971.

Flow of Funds Accounts of the USA. Data Releases. – Federal Reserve System.

OECD. Financial Market Trends. Vol. 2006/1. No 90.

Review of Recent Toll Road Experience in Selected Countries and Preliminary Tool Kit for Toll Road Development. Draft Final Report. – The World Bank, Ministry of Construction, Japan, May 1999.

System of National Accounts. 2008. – European Commission, International Monetary Fund, Organisation for Economic Co-operation and Development, United Nations, World Bank, 2009.

Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России / Григорьев Л., Гурвич Е., Саватюгин А. и др. – М., 2003.

Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. – М.: Дело, 1999.

Ведев А., Григорян С. Развитие российской банковской системы в текущем десятилетии. Результаты опроса крупнейших банков. Исследование подготовлено в рамках доклада «Стратегия-2020: новая модель роста – новая социальная политика». [http://vedi.ru/bank\\_sys/bank5411\\_banks%20poll.pdf](http://vedi.ru/bank_sys/bank5411_banks%20poll.pdf)

Ведев А., Данилов Ю., Масленников Н., Моисеев С. Структурная модернизация финансовой системы России // Вопросы экономики. 2010. № 5.

Головачев Д. Л. Государственный долг. Теория, российская и мировая практика. – М., 1998.

Данилов Ю. Рынки государственного долга. Мировые тенденции и российская практика. – М.: ГУ ВШЭ, 2002.

Данилов Ю. Модель фондового рынка России 2015 года: некоторые аспекты методологии формирования и основные параметры // Вестник НАУФОР. 2006. № 12.

Данилов Ю. Пробить новое русло. В России назрела необходимость создать новую модель организации сбережений населения // Вестник НАУФОР. 2011. № 8.

Евстигнеев В.Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. – М., 2002.

Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 17 ноября 2008 г. № 1662-р.

Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации. Одобрена на заседании Правительства Российской Федерации 5 февраля 2009 г.

(<http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/finances/creation/conceptmfc>)

Майорова Н. Проектные облигации в государственном и муниципальном секторе: опыт зарубежных стран и перспективы России // Рынок ценных бумаг. 1998. № 16.

Мировая экономика: прогноз до 2020 года / Под. ред. А. А. Дынкина – М., 2007.

План мероприятий по созданию МФЦ в Российской Федерации. Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 11 июля 2009 г. № 911-р.

Последствия регулирования национальной платежной системы РФ / Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ. – М., 2011.

Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации.  
<http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/>

Прогнозный план (программа) приватизации федерального имущества и основные направления приватизации федерального имущества на 2011–2013 годы. Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 27 ноября 2010 г. № 2102-р.

Программа социально-экономического развития России до 2020 г.  
[www.ifap.ru/ofdocs/rus/rus006.pdf](http://www.ifap.ru/ofdocs/rus/rus006.pdf)

Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года). – М.: НАУФОР, 2008.

Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов // Рынок ценных бумаг. 2001. № 6.

Сакс Дж. Д., Ларрен Ф. Б. Макроэкономика. Глобальный подход. – М.: Дело, 1996. С. 239.

Сторчак С.А. Условные обязательства. – М., 2009.

Стратегия-2020: новая модель роста – новая социальная политика. Доклад, <http://strategy2020.rian.ru/>

Стратегия развития банковского сектора до 2015 г.  
[www.nwab.ru/content/data/store/images/f\\_136\\_20957\\_2.doc](http://www.nwab.ru/content/data/store/images/f_136_20957_2.doc)

Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р.

Структурная модернизация финансовой системы России. – М., 2010.

Трунин П.В., Каменских М.В. Мониторинг финансовой стабильности в развивающихся экономиках (на примере России). – М., 2007.

Финансирование роста. Выбор методов в изменчивом мире. – М.: Весь мир, 2002.

Финансовый кризис в России и в мире / Под ред. Е.Т. Гайдара. – М., 2009.

Шадрин А.Е. Проблемы развития системы субнациональных заимствований. Институциональные аспекты // Экономический рост: после коммунизма. – М., 2002.

Эффективный рынок капитала. Экономический либерализм и государственное регулирование. В 2 т. – М., 2004.



**Использованы статистические данные:**

- Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара ([www.iep.ru](http://www.iep.ru))  
Аналитической лаборатории «ВЕДИ» ([www.vedi.ru](http://www.vedi.ru))  
Международного валютного фонда (<http://www.imf.org/external/data.htm>)  
Всемирного банка (<http://data.worldbank.org/>)  
Информационного агентства «Cbonds» (<http://www.cbonds.info> и <http://www.investfunds.ru>)  
Министерства финансов РФ (<http://www1.minfin.ru/ru/>)  
Национальной ассоциации негосударственных пенсионных фондов  
Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) (<http://www.naufor.ru/>)  
Организации экономического сотрудничества и развития (<http://www.oecd.org/>)  
Банка международных расчетов (<http://www.bis.org/statistics/index.htm>)  
Всемирной федерации бирж (<http://www.world-exchanges.org/statistics>)  
Федеральной службы государственной статистики (<http://www.gks.ru>)  
Федеральной службы по финансовым рынкам (<http://www.fcsm.ru/>)  
Фондовой биржи ММВБ-РТС (<http://rts.micex.ru/>)  
Фонда «Центр развития фондового рынка» (<http://www.crfr.ru/>)  
Центрального банка Российской Федерации (<http://www.cbr.ru/>)  
Emerging Portfolio Fund Research (<http://www.epfr.com/>)  
Merrill Lynch (<http://www.ml.com/>)



*Институтом экономической политики имени Е.Т. Гайдара с 1996 года издается серия “Научные труды”. К настоящему времени в этой серии вышло в свет более 150 работ.*

---

***Последние опубликованные работы в серии “Научные труды”***

№159Р Коллектив авторов. Проблемы межбюджетных отношений в России. 2012.

№158Р Интигринова Т. Права собственности на пастбищные угодья: проблемы, дискуссии, опыт. 2012.

№157Р Синельникова-Мурылева Е. Инновации в сфере денежных платежей и спрос на деньги в России. 2011.

№156Р Золотарева А., Мисихина В. и др. Состояние и перспективы развития системы социальной защиты в России. 2011.

№155Р Дробышевский С., Зубарев А. Факторы устойчивости российских банков в 2007–2009 г. 2011.

№154Р Мисихина С. Социальная поддержка уязвимых групп населения. 2011.

№153Р Синельников-Мурылев С., Кадочников П. и др. Налог на прибыль предприятий: анализ реформы 2001 г. и моделирование налогового потенциала регионов. 2011.

№152Р Кнобель А., Соколов И., Худько Е. Влияние государственных расходов на качество общего образования в России. 2011.

№151Р Цухло. С. Конкуренция в российской промышленности. 2011.

№150Р Идрисова В. Теоретические вопросы применения нетарифных мер регулирования во внешней торговле. 2011.

Ведев Алексей Леонидович,  
Данилов Юрий Алексеевич

# Прогноз развития финансовых рынков РФ до 2020 года

*Редактор И. Карясова  
Художественное оформление и верстка О. Белобородовой*

Подписано в печать 21.06.2012  
Тираж 300 экз.

125993, г. Москва, Газетный переулок, д. 3–5, стр. 1.

Тел. (495) 629–6736

Факс (495) 697–8816

[www.iet.ru](http://www.iet.ru)

E-mail: [wwviet@iet.ru](mailto:wwviet@iet.ru)

ISBN 978-5-93255-345-9



9 785932 553459