

# Факторы развития российской финансовой системы

Е.Т.Гурвич

## Экономическая экспертная группа

Картина, которую рисуют показатели развития и качества финансовой системы, весьма противоречива. С одной стороны, многие объективные характеристики посреднического сектора быстро улучшаются.

Опережающими темпами растет кредитование экономики банковским сектором (Таб. 1). Структура банковских кредитов последовательно сдвигается в сторону увеличения их сроков (что еще недавно казалось непреодолимой проблемой). Продолжается процесс дедолларизации экономики: удельный вес депозитов и кредитов номинированных в рублях последовательно возрастает.

**Таблица 1. Кредиты нефинансовым предприятиям и организациям (на конец периода)**

Год	% ВВП - всего	Доля кредитов в национальной валюте	Доля кредитов на срок		
			До 1 г.	от 1 до 3 лет	более 3 лет
<b>1997</b>	8.8%	64.5%	73.4%	18.6%	8.1%
<b>1998</b>	11.4%	33.2%	57.9%	26.4%	15.7%
<b>1999</b>	9.2%	54.9%	64.5%	18.7%	16.8%
<b>2000</b>	10.4%	66.5%	70.3%	18.0%	11.7%
<b>2001</b>	13.3%	69.0%	73.3%	19.4%	7.3%
<b>2002</b>	14.9%	65.5%	68.2%	24.0%	7.9%
<b>2003</b>	17.4%	67.6%	66.3%	25.2%	8.5%
<b>2004</b>	19.0%	72.4%	62.5%	27.1%	10.4%

После спада, вызванного кризисом лета 2004 года начала восстанавливаться динамика банковских вкладов населения. Вместе с тем, она все еще не достигла уровня, характерного для периода с середины 2001 года до середины 2004 года. Кроме того, резко возросла волатильность остатков вкладов. Важно отметить, что рост банковских вкладов физических лиц происходил, несмотря на сохранение отрицательной реальной ставки их привлечения. Средние ставки по депозитам, начиная с 2001 г. не превышали 5% (при инфляции не ниже 11%), а ставки по срочным депозитам лишь приближались к темпу инфляции.



Быстро растет капитализация российского фондового рынка: по данным ЕБРР она уже в 2003 году достигла весьма высокого для стран с переходной экономикой уровня 51% ВВП. Капитализация снизилась в 2004 г. (до 44% ВВП), но вновь увеличилась в 2005 году.

**Таблица 2. Распределение новых сбережений по формам (%)**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	1 полугодие 2005
Всего	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Вклады всего	61,6%	43,9%	58,1%	62,1%	81,3%	71,8%	110,7%
<i>В рублях</i>	37,1%	28,5%	34,0%	36,9%	70,2%	63,1%	89,6%
<i>В валюте</i>	24,3%	15,4%	21,0%	27,6%	11,1%	8,8%	21,1%
Наличные рубли	32,7%	33,4%	25,2%	21,5%	39,8%	32,2%	1,6%
Наличная валюта	-16,8%	7,8%	6,0%	4,7%	-33,3%	-16,2%	-24,4%
Ценные бумаги	22,7%	14,9%	13,8%	9,3%	12,2%	12,2%	12,0%

Постепенно повышается роль посреднического сектора (Таб.3) как источника финансирования инвестиций в основной капитал: доля привлеченных через финансовую систему средств выросла за последние три года более чем вдвое. Вместе с тем, эта доля чрезвычайно низка по международным меркам (7,6% в 2004 г.). То же самое относится к привлечению капитала за счет размещения акций, а вклад финансирования за счет корпоративных облигаций не только ничтожно мал, но даже не растет. К тому же в первом полугодии 2005 года доля посреднического сектора в финансировании инвестиций заметно сократилась по сравнению с тем же периодом предыдущего года, т.е. медленный прогресс в этом вопросе сменился движением вспять. В целом, быстрое сокращение государственных инвестиций замещается не столько активизацией финансовой системы, сколько расширением использования «прочих источников», включающих, главным образом, «средства вышестоящих организаций» и «кредиты других организаций».

**Таблица 3. Источники финансирования инвестиций в основной капитал (%)**

<i>Средства</i>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	1 пол. 2004	1 пол. 2005
Собственные	53,2	52,4	47,5	50,3	45,0	45,2	46,8	48,6	47,2
Из бюджета и внебюджетных фондов	29,8	25,6	26,8	22,4	22,3	20,5	18,2	16,9	17,5
Привлеченные через финансовую систему	5,2	4,9	3,4	3,6	6,3	6,9	7,6	7,9	6,6

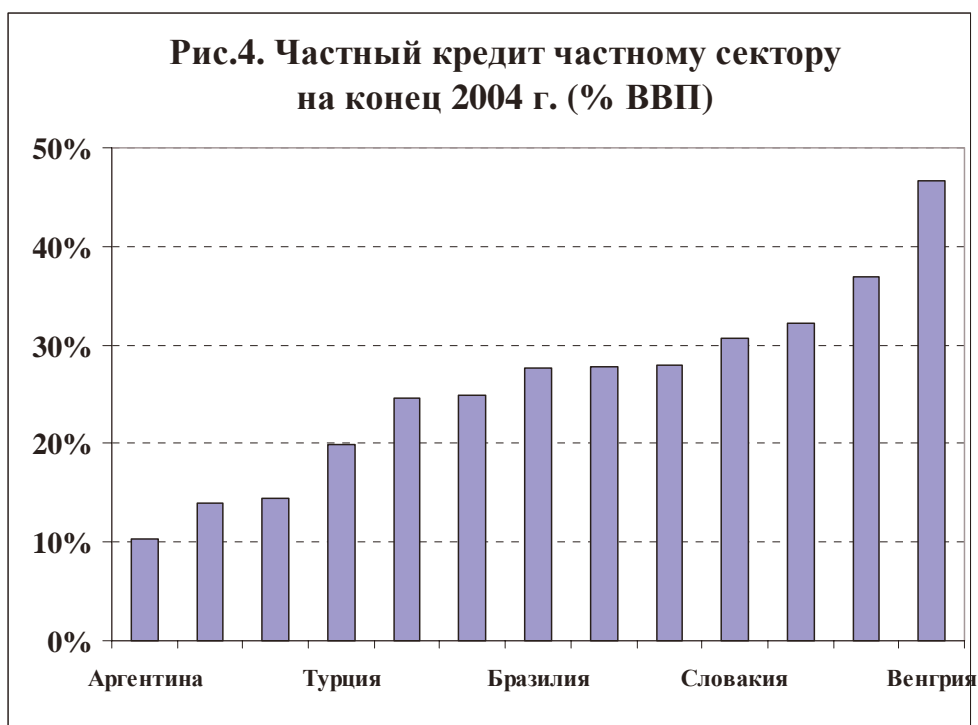
<i>Кредиты банков</i>	4,8	4,2	2,9	3,5	5,9	6,4	7,3	7,3	6,0
<i>в том числе кредиты иностранных банков</i>			0,6	0,6	0,9	1,2	1,3	1,1	0,9
<i>средства от выпуска корпоративных облигаций</i>					0,1	0,2	0,1	0,3	0,1
<i>средства от эмиссии акций</i>	0,4	0,7	0,5	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3	0,5
Прочие	11,8	17,1	22,3	23,7	26,4	27,4	27,4	26,6	28,7

Как отмечается в Григорьева, Гурвича, Саватюгина и др. (2003)<sup>1</sup>, недавние исследования показали, что наиболее важным комплексным индикатором финансового развития служит величина частного кредита частному сектору, выраженная в процентах ВВП. В частности, установлено, что увеличение данного показателя на 10 процентных пунктов приводит к повышению ежегодной скорости экономического роста на 0,2 процентных пункта<sup>2</sup>. За последние два года частный кредит частному сектору в российской экономике повысился почти на 7 процентных пунктов, достигнув к концу 2004 года 24,5% ВВП (Рис.3). Это позволило России приблизиться к среднему уровню по выборке стран, находящихся на аналогичной стадии развития, который оценивается в 26% (Рис.4).



<sup>1</sup> Григорьев Л., Гурвич Е., Саватюгин А. Анализ и прогноз развития финансовых рынков. М., ТАСИС, 2003.

<sup>2</sup> Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and Sources of Growth. Journal of Financial Economics, 2000, №58(1).

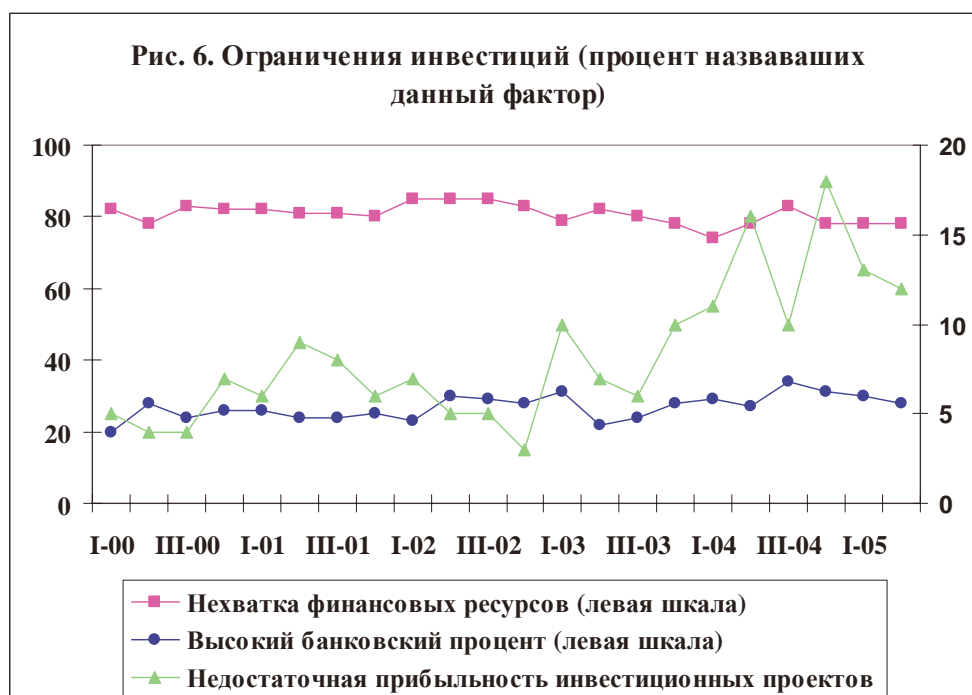
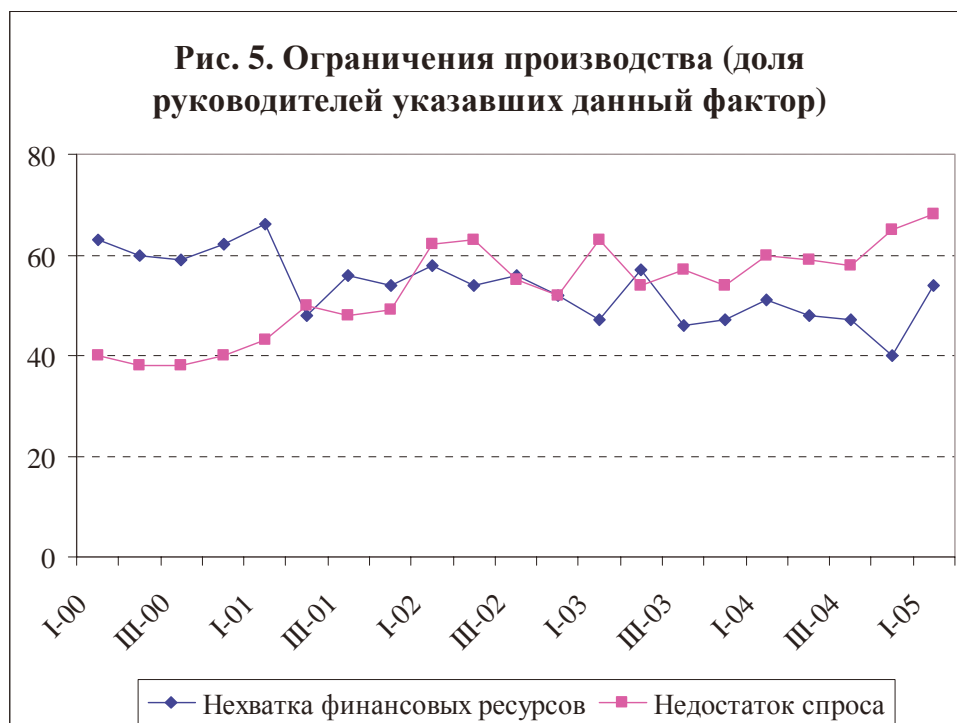


Дополнительным источником оценок роли финансового сектора могут служить результаты опросов предпринимателей.

Результаты конъюнктурных опросов, проведенных «Российским экономическим барометром» показывают, что доля руководителей, считающих нехватку финансовых ресурсов ограничением производства, постепенно снижается, хотя и остается достаточно высокой. Если в 2002 г. в среднем 55% опрошенных предприятий указали данный фактор среди основных препятствий для расширения производства, то в 2003 г. эта доля сократилась до 49%, а в 2004 г. до 47%. Более значимым препятствием для развития с точки зрения руководителей предприятий стал недостаток спроса на их продукцию (Рис. 5).

В то же время нехватка финансовых ресурсов остается главным ограничением для инвестиционной активности предприятий (Рис. 6). Несмотря на то, что значение данного фактора также постепенно ослабляется, оно остается очень высоким: в 2004 г. в среднем 78% предприятий считали недостаточность финансовых ресурсов ограничением капиталовложений (по сравнению с 80% в 2003 г. и 84% в 2002 г.). Следует также обратить внимание на то, что параллельно растет доля фирм, указывающих на высокий банковский процент как на сдерживающий фактор инвестиций: в 2004 г. эта доля составила 30% - заметно больше, чем в предыдущие

годы. Важно также отметить, что, по мнению предприятий, они не испытывают недостатка в рентабельных проектах, однако роль данного фактора также растет. В 2004 г. такой недостаток считали ограничением капиталовложений 14% опрошенных предприятий (по сравнению с 8% и 5% в 2003 г. и 2002 г.).

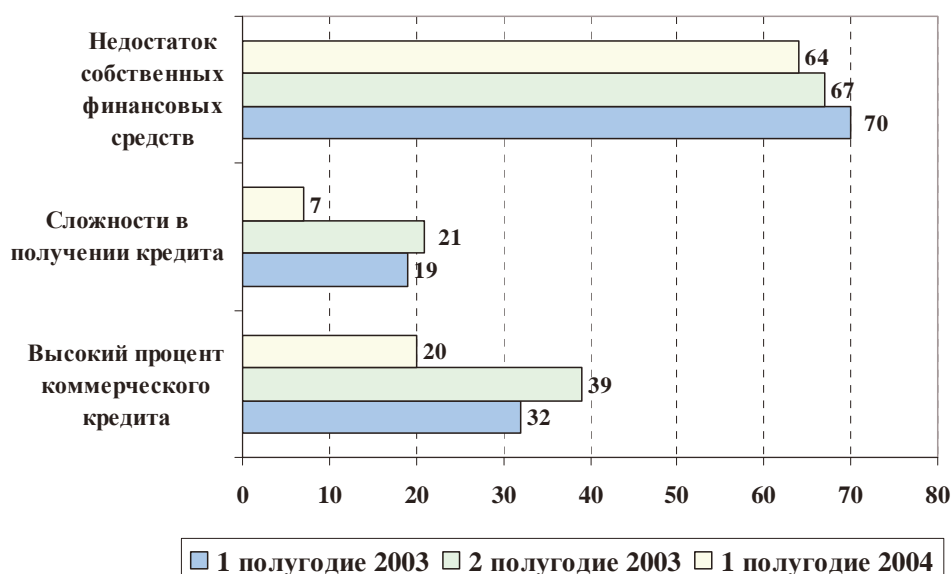


Полученные результаты позволяют сделать следующие выводы.

1. Доступ предприятий к финансовым ресурсам постепенно улучшается.
2. В первую очередь облегчается получение краткосрочных кредитов на пополнение оборотных средств, благодаря чему недостаток финансовых ресурсов все меньше воспринимается как значимое ограничение для роста производства.
3. Ограничения на инвестиционную активность начинают приобретать более экономический характер: вместо прямого рационирования кредитов их выделение все больше становится обусловлено соотношением стоимости заемных средств и рентабельности инвестиционных проектов.

Как показывают результаты опросов предприятий, проводимые Центром экономической конъюнктуры, проблемы финансирования играют ведущую роль и в формировании инновационной активности. Несмотря на то, что основным источником финансовых ресурсов для инновационной деятельности остаются собственные средства предприятий (их указывают в качестве источника более 90% опрошенных), все большее значение приобретают и внешние кредиты: их использование для инноваций в I полугодии 2004 г. отметили 53% респондентов (по сравнению с 50% во II полугодии 2003 г. и лишь 29% в I полугодии 2003 г.). Происходит также ослабление финансовых ограничений на инновационную деятельность. Как показывают опросы, доля предприятий, указывающих в числе сдерживающих проведение инноваций факторов недостаток собственных финансовых ресурсов, сложности в получении кредитов и высокие ставки по кредитам, последовательно снижается.

**Рис.7. Факторы, сдерживающие инновационную деятельность  
(в % от общего числа инновационно-активных организаций)**



В целом полученные данные свидетельствуют, с одной стороны, о некотором прогрессе в снятии финансовых ограничений на развитие экономики, а, с другой стороны, о том, что слабость финансовой системы остается практически главным тормозом для роста инвестиций и производства.

Представляют интерес также результаты конъюнктурных исследований ситуации в банковском секторе. Они показывают, что среди факторов, ограничивающих развитие банков, значимость внутренних условий (таких как недостаток собственного капитала, слабость банковских технологий) постепенно снижается (хотя и остается значительной). Улучшается и ситуация с нормативно-правовым регулированием деятельности банков. В то же время на первый план выходят слабости среды, в которой действуют банки – такие как недостаточная прозрачность отчетности предприятий.





## ФАКТОРЫ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

Проблема анализа и оценки факторов, оказывающих влияние на состояние финансовой системы в той или иной стране, имеет несколько аспектов. Она может рассматриваться как аналитический инструмент – например, для прогнозирования того, какие параметры развития посреднического сектора можно ожидать в стране, в зависимости от ее характеристик. Другой возможный подход предполагает не «описательный», а «нормативный» взгляд на проблему. В этом случае задача состоит в выделении тех факторов, которые поддаются воздействию с помощью мер экономической политики и, таким образом, могут быть использованы для ускорения финансового развития. Далее, можно изучать общие, глобальные факторы, объясняющих состояние посреднического сектора в сложившихся рыночных экономиках, либо сосредоточиться на специфических характеристиках переходных экономик, которые определяют их отставание по финансовому развитию от развитых стран.

Все факторы можно разделить на несколько групп по их характеру. Наиболее универсальную категорию, играющую решающую роль в формировании финансовой системы, составляют институциональные условия. Роль этих условий велика для

всех категорий стран, независимо от конкретной архитектуры финансовой системы. Главный, наиболее фундаментальный институциональный фактор, определяющий условия для развития финансового сектора – это степень защищенности прав инвестора. Данный общий фактор имеет много аспектов. Эмпирические исследования показывают, что в значительной мере состояние посреднической системы предопределено уже исторически сложившимся типом судебно-правовой системы (наилучшие условия создают системы, основанные на принципах англосаксонского права). Не меньшее значение имеет эффективность правоприменения – т.е. возможность акционера или кредитора защитить отстоять свои права. Важная составляющая институциональных условий – качество корпоративного управления в стране: степень контроля владельцев за действиями менеджмента, степень учета интересов миноритарных акционеров при принятии решений затрагивающих их интересы и т.п.

Одной из важнейших характеристик институциональной среды служит степень мягкости «бюджетных ограничений». Под этим понимается практика применения процедур банкротства и других предусмотренных законодательством мер по отношению к не исполняющим свои обязательства должникам. Проведение в России мягкой политики в период до 1998 года привело к тому, что неплатежи приобрели всеобщий характер. Это ставило под вопрос возможность добиться исполнения обязательств конкретным предприятием и создавало крайне неблагоприятный фон для деятельности финансовых посредников.

Указанные общие условия складываются из множества характеристик разного уровня: начиная с самых общих – таких как качество судебной системы (включая степень ее коррумпированности), и заканчивая вполне конкретными вопросами – очередности удовлетворения прав различных категорий кредиторов в случае банкротства компании, возможности миноритарных владельцев созывать общее собрание акционеров, ответственность, предусмотренная законодательством за нарушение процедур корпоративного управления и т.д.

Еще одна важнейшая компонента институциональной среды – это степень информационной «прозрачности» предприятий. Здесь ситуация зависит от используемых стандартов бухгалтерской отчетности, эффективностью надзора за ее надежностью, требованиями по раскрытию информации заемщиками, а также доступностью оценок их кредитоспособности.

Прогресс в развитии институциональных основ финансового сектора (т.е. его ухода от устройства, характерного для централизованной экономики) ежегодно оценивается Европейским банком. Оценки варьируют в диапазоне от «1» (минимальный уровень рыночных реформ) до «4+» (функционирование на уровне наиболее развитых стран). Приведенные в таб. 4 данные свидетельствуют, что банковская система России остается на начальном этапе своего развития: по степени зрелости мы опережаем здесь только Беларусь. Сохраняются доминирование государственных банков, слабость пруденциального надзора, непрозрачность финансовой отчетности и т.п. Россия отстает не только от наиболее успешных переходных экономик, где банковские системы уже приблизились к образцам развитых стран (в Венгрии и Чехии индекс достиг значения 4,0, в Польше – 3,7), но даже от стран СНГ (в Казахстане оценка реформированности банковского сектора достигла уровня 3,0, в Украине – 2,7). Низкая оценка банковского сектора России определяется сочетанием структурных и институциональных слабостей. С одной стороны, остается очень высокой доля государственных банков, которые фактически продолжают играть ведущую роль. С другой стороны, очень высока концентрация банковского сектора. В то же время установлено, что оба фактора оказывают существенное негативное воздействие как на финансовое развитие, так и на эффективность финансового сектора, в частности, приводя к росту стоимости посреднических услуг<sup>3</sup>.

Несколько лучше обстоят дела с небанковскими институтами (финансовые рынки, страховой сектор и т.д.), где у нас средняя среди переходных экономик оценка (таб.5). Прогресс здесь отнесен к 2002-2003 гг., в течение которых оценка повысилась с 1,7 до 2,7.

**Таблица 4. Индекс ЕБРР реформирования банковского сектора**

		<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>1</b>	<b>Россия</b>	2,0	1,7	1,7	1,7	2,0	2,0	2,0	2,3
<b>2</b>	<b>Беларусь</b>	1,0	1,0	1,0	1,0	1,7	1,7	1,7	1,7
<b>3</b>	<b>Казахстан</b>	2,3	2,3	2,3	2,7	2,7	3,0	3,0	3,0
<b>4</b>	<b>Украина</b>	2,0	2,0	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,7
<b>5</b>	<b>Болгария</b>	2,7	2,7	3,0	3,0	3,3	3,3	3,7	3,7
<b>6</b>	<b>Венгрия</b>	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0

<sup>3</sup> La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Government ownership of banks. NBER Working Paper 7620, 2000.

<b>7</b>	<b>Польша</b>	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,7
<b>8</b>	<b>Румыния</b>	2,3	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	3,0	3,0
<b>9</b>	<b>Словакия</b>	2,7	2,7	3,0	3,3	3,3	3,3	3,7	3,7
<b>10</b>	<b>Чехия</b>	3,0	3,3	3,3	3,7	3,7	3,7	3,7	4,0

Источник: Transition Report, EBRD

**Таблица 5. Индекс ЕБРР реформирования небанковских финансовых институтов**

		<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>1</b>	<b>Россия</b>	1,7	1,7	1,7	1,7	2,3	2,7	2,7	2,7
<b>2</b>	<b>Беларусь</b>	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>3</b>	<b>Казахстан</b>	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>4</b>	<b>Украина</b>	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,3	2,3
<b>5</b>	<b>Болгария</b>	2,0	2,0	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>6</b>	<b>Венгрия</b>	3,3	3,3	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	4,0
<b>7</b>	<b>Польша</b>	3,3	3,3	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
<b>8</b>	<b>Румыния</b>	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>9</b>	<b>Словакия</b>	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,7	2,7	2,7
<b>10</b>	<b>Чехия</b>	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,3	3,7

Источник: Transition Report, EBRD

Вторую важную категорию составляют макроэкономические характеристики. Ведущая роль среди таких факторов отводится обычно трем показателям:

1. Уровню и структуре сбережений,
2. Уровню инфляции,
3. Величине душевого ВВП.

Как известно, уровень сбережений в российской экономике весьма высок по международным стандартам. Как показывает таблица 6, норма сбережений остается большой во всех секторах экономики. Вместе с тем, важно отметить, что в структуре, как сбережений, так и накоплений происходят серьезные сдвиги. С одной стороны, происходит быстрый рост роли домашних хозяйств в формировании сбережений. За этой тенденцией стоит рост сбережений населения по мере опережающего увеличения его доходов (благодаря, в частности, повышению доли оплаты труда в ВВП в 2001-2003 гг.) и роста доверия к финансовой системе. Гораздо медленнее изменяется структура валового накопления по секторам, где вклад домашних хозяйств постепенно увеличивается за счет сокращения доли предприятий. Представленные данные говорят о значительных сдвигах, происходящих в направлении финансовых потоков в экономике, что предъявляет дополнительные требования к развитию посреднической системы.

**Таблица 6. Валовые сбережения и накопление по секторам экономики (% ВВП)**

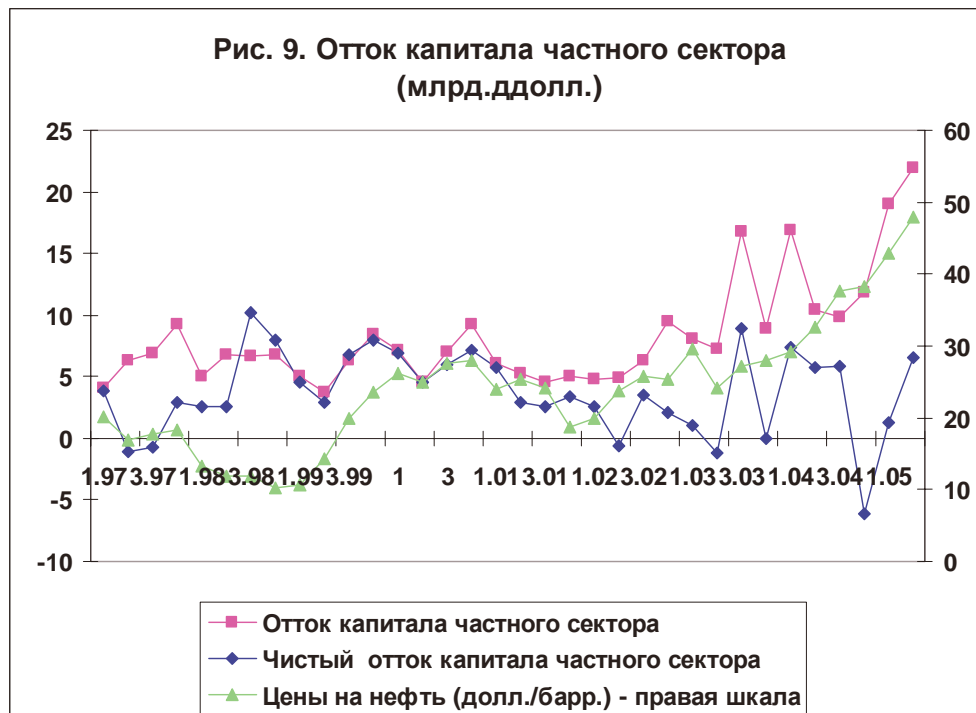
	Валовые сбережения					Валовое накопление			
	2000	2001	2002	2003		2000	2001	2002	2003
<b>ВСЕГО</b>	36.2%	32.5%	29.1%	28.6%		18.4%	21.7%	19.9%	20.4%
<b>Предприятия</b>	21.7%	20.7%	17.0%	15.4%		13.7%	16.6%	14.4%	14.5%
<b>Домашние хозяйства</b>	3.2%	3.9%	5.0%	6.0%		2.5%	2.8%	3.2%	3.3%
<b>Государственный сектор</b>	11.2%	7.9%	7.1%	7.3%		2.2%	2.3%	2.4%	2.5%

**Таблица 7. Вклад секторов экономики в валовые сбережения (%)**

	Валовые сбережения					Валовое накопление			
	2000	2001	2002	2003		2000	2001	2002	2003
<b>ВСЕГО</b>	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
<b>Предприятия</b>	60.1%	63.7%	58.4%	53.7%		74.5%	76.5%	72.0%	71.3%
<b>Домашние хозяйства</b>	8.9%	12.0%	17.1%	21.0%		13.6%	12.9%	15.8%	16.3%
<b>Государственный сектор</b>	31.1%	24.4%	24.5%	25.3%		11.9%	10.5%	12.2%	12.3%

Вторым важнейшим макроэкономическим фактором служит величина потоков капитала между российской экономикой и остальным миром. В последние годы резко возрос приток иностранного капитала в частный сектор: его размеры увеличились до 32 млрд.долл. и 36 млрд.долл. в 2003 г. и 2004 г. соответственно, по сравнению с 6 млрд.долл. в 2001 г. и 18 млрд.долл. в 2002 г. Одновременно возрос и отток российского капитала, однако это в большой степени объясняется высокими ценами на нефть и другие сырьевые товары (корреляция между валовым оттоком капитала без учета наличной валюты и ценами на нефть составляет 0,73). Выявленная закономерность по всей видимости свидетельствует о том, что экспортные сверх-доходы, концентрирующиеся в сырьевом секторе, не находят применения в экономике и поэтому выводятся за рубеж. Тем самым мы имеем серьезное свидетельство слабости посреднической системы, оказывающейся не в состоянии выполнить свою главную функцию: перераспределение финансовых ресурсов из секторов с избыточными капиталом в отрасли, испытывающие его недостаток. Отметим, что не может служить объяснением проведение инвестиций через оффшоры (т.е. вывоз капитала с его репатриацией), поскольку связь найдена не только для валовой, но и для чистой величины оттока капитала (хотя для

последней она слабее, что говорит о том, что часть взрывного увеличения притока иностранных инвестиций действительно имеет в качестве источника вывезенный российский капитал). Важно также, что остается низким «качество» приходящего капитала: в ряде исследований было показано, что значимый позитивный эффект на развитие экономики оказывают не все иностранные инвестиции, а только прямые инвестиции и долгосрочные кредиты. В нашей же экономике приток прямых иностранных инвестиций сравнительно мал.



Особую роль играет норма сбережений государства, описываемых величиной баланса расширенного бюджета. Этот показатель определяет, какая часть общих сбережений экономики должна направляться на финансирование государственного сектора, что во многих случаях служит одним из решающих моментов формирования направления финансовых потоков. В экономической теории общепринято считать, что государственные заимствования «вытесняют» производственные инвестиции и тем самым приводят к снижению интенсивности инвестиционного процесса в экономике и замедлению ее роста. Поскольку, как отмечалось выше, одной из решающих характеристик состояния финансового сектора служит его способность обеспечивать кредиты для развития экономики

(описываемая величиной частного кредита частному сектору), естественно ожидать, что на этом показателе негативно сказывается увеличение бюджетного дефицита.

Эмпирическое подтверждение такого предположения было получено в ряде исследований. В качестве примера можно привести работу, выполненную сотрудниками Европейского банка реконструкции и развития<sup>4</sup>. Анализируя данные по выборке из 15 банков стран с переходной экономикой, они обнаружили, что для стран с высоким уровнем реформирования финансового сектора баланс расширенного бюджета оказывает значимое влияние на темпы роста частного кредита (последний рассчитывался в постоянных ценах). Сила связи между рассматриваемыми переменными оценивается в 0,7-0,8. Это означает, что увеличение бюджетного дефицита на 1% ВВП при прочих равных замедляет скорость ежегодного прироста кредитов на 0,7-0,8 процентных пункта. Существенное влияние на состояние посреднического сектора оказывает и уровень инфляции. Механизм данного эффекта состоит в том, что макроэкономическая нестабильность и неопределенность повышает риски кредитования и снижает инвестиционный спрос и спрос на кредитные ресурсы. В цитированном исследовании сила связи оценивается коэффициентом -0,2. Это эквивалентно замедлению скорости роста кредита на 0,2% в год при снижении инфляции на 1%. Влияние инфляции на другой показатель - финансовую глубину – изучалось в исследовании Всемирного банка<sup>5</sup>, где также была найдена значимое отрицательное воздействие инфляции. Согласно этой работе повышение темпа инфляции на 1% приводит к снижению финансовой глубины на 0,5%.

Таблица 8 дает показатели фактической скорости роста частного кредита в 1996-2004 гг. и расчетного замедления кредитования, созданного отвлечением средств на финансирование бюджетного дефицита. Приведенные цифры свидетельствуют, что в период максимально высокого бюджетного дефицита его финансирование не просто замедляло рост кредитования, а приводило к спаду этого процесса (тогда как при сбалансированном бюджете величина кредитов в реальном выражении росла бы).

Следует оговориться, что рассматриваемый эффект вряд ли носит симметричный характер. Если негативный эффект бюджетного дефицита не

---

<sup>4</sup> Fries S., A.Taci, Banking reform and development in transition economy. EBRD Working Paper No.71, 2002.

<sup>5</sup> Finance for Growth. World Bank, 2003.

вызывает сомнений и имеет очевидный экономический механизм, то положительный эффект при бюджетном профиците возможен, но зависит от способа его использования. Положительное влияние должно наблюдаться в том случае, если профицит приводит к положительному сальдо внутренних заимствований (когда погашение превышает новые заимствования), однако вряд ли проявляется в полном объеме, если профицит приводит к накоплению средств на счетах правительства в ЦБ (т.е. выполняет стерилизационную функцию) – хотя и здесь можно проследить значимое косвенное влияние на кредитование. Таким образом, наиболее прямое воздействие бюджетной политики на развитие финансовой системы связано с чистой величиной внутренних заимствований. Значительные положительные заимствования правительства оттягивают денежные ресурсы от инвестиций в частный сектор и тем самым снижают активную роль финансового сектора в кредитовании производства.

**Таблица 8. Расчетные оценки влияния бюджетного дефицита на развитие финансового сектора**

Год	Фактический рост кредита в реальном выражении	Баланс расширенного бюджета (% ВВП)	Расчетный вклад в скорость роста кредитования	Инфляция	Вклад инфляции в скорость роста кредитования	Расчетный рост кредитов при сбалансированном бюджете и нулевой инфляции
<b>1998</b>	-11.0%	-5.2%	-3.9%	84.4%	-16.9%	9.8%
<b>1999</b>	12.6%	-1.0%	-0.8%	36.5%	-7.3%	20.6%
<b>2000</b>	27.8%	3.1%	2.3%	20.2%	-4.0%	29.5%
<b>2001</b>	28.1%	3.2%	2.4%	18.6%	-3.7%	29.4%
<b>2002</b>	12.9%	0.9%	0.7%	15.1%	-3.0%	15.3%
<b>2003</b>	29.3%	1.9%	1.4%	12.0%	-2.4%	30.2%
<b>2004</b>	34.0%	4.8%	3.6%	11.7%	-2.2%	32.5%

В целом приведенные в таблице оценки свидетельствуют, что, начиная с 2000 г. показатели бюджетного дефицита и инфляции перестали оказывать заметное сдерживающее влияние на развитие финансового сектора.

Величина душевого ВВП, измеренного по паритету покупательной способности (ППС) отражает уровень экономической активности, определяющий потребность экономики в финансовом посредничестве. Многие исследования находят положительную связь между этим показателем и состоянием финансового



сектора. Так, в упоминавшемся исследовании Всемирного банка было найдено, что финансовая глубина растет на 3 процентных пункта при увеличении душевого ВВП на 1000 долларов. В России душевой ВВП вырос за 4 года (2000-2003 гг.) примерно на 3000 долларов, чему, таким образом, должно соответствовать повышение финансовой глубины на 9 процентных пунктов.

В исследовании ЕБРР<sup>6</sup> на основе данных по 127 странам (включая как развитые, так и переходные) была построена регрессионная зависимость величины внутреннего кредита (в % ВВП)  $Y$  от душевого ВВП  $X$ . Эта зависимость имеет вид:

$$Y = 34,7 - 20,1 \ln(X) + 2,5 \ln(X)^2$$

При этом душевой ВВП измеряется по ППС в сопоставимых долларах. Для России в условиях 1999 года была получена оценка «нормальной» величины внутреннего кредита равная 40,9% ВВП при фактической величине 12,8%. Такой разрыв объясняется включением в выборку развитых стран, для многих переходных экономик также было характерно огромное отклонение фактического показателя внутреннего кредита от расчетного. Однако следует отметить, что в случае России разрыв по прошествии 5 лет остается столь же велик. Соотношение внутреннего кредита к ВВП повысилось за этот период примерно на 7 процентных пунктов, однако на столько же возросло и «нормальное» соотношение, которое достигло 48,6%.

**Таблица 9. Фактический и расчетный показатель частного кредита частному сектору (% ВВП)**

	<b>Фактический</b>	<b>Расчетный за счет макроэкономической стабилизации</b>	<b>Потенциальный</b>
<b>1998</b>	15.6%	15.6%	48.3%
<b>1999</b>	13.1%	13.1%	49.4%
<b>2000</b>	13.3%	12.4%	52.2%
<b>2001</b>	16.5%	14.3%	54.0%
<b>2002</b>	17.7%	16.2%	56.3%
<b>2003</b>	21.0%	17.8%	59.6%
<b>2004</b>	24.5%	19.0%	61.1%

<sup>6</sup> Transition Report, EBRD, 1998.

Третья группа факторов включает структурные характеристики экономики. В случае России главным среди таких факторов служит развитие финансово-промышленных групп. Широкое распространение таких групп приводит к замене перераспределения финансовых ресурсов через посреднический сектор их распределением внутри бизнес-групп. На важность такого механизма в России указывает тот факт, что в настоящее время около 20% инвестиций в основной капитал финансируется за счет средств других нефинансовых организаций. Это составляет треть привлеченных средств – примерно столько же, сколько инвестируется за счет бюджетных источников. В первом полугодии 2004 г. 9,7% инвестиционных ресурсов составили займы у других (небанковских) организаций и еще 10,4% - «средства вышестоящих организаций». С большой долей уверенности можно предположить, что в обоих случаях речь идет о финансовых потоках внутри ФПГ. В результате роль финансирования инвестиций за счет аффилированных организаций оказывается выше, чем за счет собственной прибыли (на долю которой пришлось в 2003 г. 18,0%)! Это показывает, что на самом деле удельный вес внешнего финансирования инвестиций значительно меньше, чем если судить по формальным показателям, рассчитываемым Госкомстатом.

Последствия распределения финансов внутри ФПГ по сравнению с рыночным посредничеством неоднозначны. С одной стороны, очевидны минусы такого механизма: он непрозрачен, ограничивает оценку инвестиционных решений пределами бизнес-групп, консервируя структуру экономики. Вместе с тем, «внутреннее» финансирование имеет некоторые преимущества: инвестор здесь располагает более полными и достоверными данными о состоянии предприятия, что снимает одну из наиболее болезненных проблем – вопрос о несимметричности информации. Кроме того, в рамках ФПГ радикально снижаются риски неисполнения заемщиком обязательств. В принципе это может повысить доступность кредитов для части предприятий, имеющих потенциально перспективные инвестиционные проекты. Однако в недавнем исследовании<sup>7</sup> такая гипотеза была отвергнута на основе эмпирического анализа данных по примерно 1400 предприятиям (включая 750 предприятий машиностроения, 400 – черной и цветной металлургии и 250 – нефтегазового комплекса). Было показано, что на предприятиях из этой выборки,

---

<sup>7</sup> Черкашин И.В. Российские предприятия и бизнес-группы: эмпирическое исследование. Сб. трудов «Теория и практика институциональных преобразований в российской экономике». М., ЦЭМИ РАН, 2003.

входящих в состав ФПГ, инвестиции в такой же мере, как у остальных зависят от величины текущих денежных потоков. Это явно свидетельствует о том, что вхождение в ФПГ не облегчает доступ к кредитным ресурсам.

## **ВЛИЯНИЕ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА НА СТРУКТУРУ ЭКОНОМИКИ**

В ряде исследований было показано, что зависимость различных секторов экономики от степени развития финансовой системы существенно различается. Общий принцип состоит в том, что «качество» посреднического сектора особенно остро ощущается в следующих секторах:

- Тех, которые испытывают особенно большую потребность в финансировании в силу особенностей своего воспроизводственного процесса. Сюда попадают, в частности, наукоемкие отрасли – такие как фармацевтическая промышленность, которые нуждаются в значительном кредитовании исследований.
- Тех, которые не имеют установившихся отношений с банками и не могут предоставить достаточный залог под кредит. Сюда попадает, прежде всего, малый бизнес, работа с которым является более сложной и рискованной для кредиторов.
- Тех, где требуются долгосрочные кредиты и высоки риски. К данной категории относятся практически все высокотехнологичные отрасли.

Таким образом, недостаточно развитый финансовый сектор предопределяет доминирование в экономике «старых» крупных предприятий, поскольку новые не имеют возможности получить кредиты и выйти на рынок. Такая ситуация не только замедляет рост российской экономики, но и обрекает ее на сохранение «сырьевой» модели – т.е. развитие финансового сектора служит необходимым условием диверсификации.

В ряде исследований была проведена количественная оценка потребности различных отраслей в финансовых ресурсах. Основной подход, используемый в таких исследованиях состоит в определении связи между собственными инвестиционными ресурсами отраслей и инвестициями. В развитой экономике уровень инвестирования должна определяться только наличием рентабельных проектов, но не текущим потоком наличности отрасли. Пример получаемых оценок дает таблица 10. В ней по данным отдельных фирм рассчитывалась доля

инвестиций, финансируемая за счет внешних источников. Отрицательные значения данного показателя указывают на избыток инвестиционных ресурсов в отрасли, положительное значение – о потребности в привлечении средств (например, в силу особенностей воспроизводственного цикла). В данном исследовании было получено, что наибольшая внешняя зависимость характерна для химической промышленности и высокотехнологичных производств (электрооборудование и электроника).

**Таблица 10. Зависимость от внешнего финансирования по отраслям (в порядке роста зависимости)**

ОТРАСЛЬ	Доля инвестиций, финансируемая за счет внешних источников
Табачная	-92%
Швейная	-61%
Пищевая	-24%
Производство металлоизделий	-24%
Стройматериалы	-20%
Полиграфическая	-7%
Инструментальная	-4%
Производство промышленного оборудования	1%
Бумажная	6%
Текстильная	10%
Электрооборудование и электроника	22%
Химическая	28%

*Источник: Cetorelli N., P. Strahan, Finance as a barrier to entry: Bank Competition and Industry Structure in Local US Markets, NBER, Working Paper 10832, 2004.*

Нами было проведено исследование финансовой зависимости основных отраслей российской экономики<sup>8</sup>. Для этого были построены средние за период 2000-2004 гг. соотношения объемов инвестиций в основной капитал и располагаемых собственных инвестиционных ресурсов отрасли. Последний показатель рассчитывался как сумма прибыли после налогообложения и амортизации. В качестве исходной информации использовались данные о структуре затрат на производство продукции по отраслям и о величине уплаченного налога на прибыль. Результаты, приведенные в таблице, располагают отрасли по росту финансовой зависимости. Мы видим, что такие отрасли как металлургия, химическая и нефтехимическая промышленность являются ресурсно избыточными.

В эту же категорию попадает и машиностроение, что, по-видимому, объясняется не избытком инвестиционных ресурсов, а низким уровнем инвестиций в этой отрасли. В наибольшей степени нуждаются во внешнем финансировании (как и можно было ожидать) сельское хозяйство, транспорт и легкая промышленность, для которых характерны либо большая потребность в инвестициях (как в транспортной отрасли), либо низкая рентабельность (как в двух других отраслях).

**Таблица 11. Расчетная зависимость от внешнего финансирования по отраслям российской экономики (в порядке роста зависимости)**

<i>Отрасль</i>	<b>Средняя доля инвестиций, финансируемая за счет внешних источников</b>
МЕТАЛЛУРГИЯ	-171%
МАШИНОСТРОЕНИЕ	-145%
ХИМИЧЕСКАЯ И НЕФТЕХИМИЧЕСКАЯ ПРОМ.	-44%
ПИЩЕВАЯ ПРОМ.	-41%
ПРОМЫШЛЕННОСТЬ ВСЕГО	-31%
ПРОМ. СТРОЙМАТЕРИАЛОВ	-12%
ЛЕСНАЯ И ДЕРЕВООБРАБАТЫВАЮЩАЯ ПРОМ.	-7%
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА	2%
ТОПЛИВНАЯ ПРОМ-СТЬ	14%
ЛЕГКАЯ ПРОМ-СТЬ	32%
ТРАНСПОРТ	39%
СЕЛЬСКОЕ ХОЗЯЙСТВО	111%

В целом можно сделать вывод, что прогресс, наблюдаемый в развитии финансовой системы объясняется главным образом улучшение макроэкономических условий. При этом главные институциональные проблемы, связанные как с самим посредническим сектором, так и с условиями в экономике в целом, остаются нерешенными либо решаются крайне медленно и непоследовательно.

<sup>8</sup> Расчеты выполнены А.Суслиной