

# ФИНАНСЫ: ВОССТАНОВИТЬ РАВНОВЕСИЕ

## Диверсификация финансирования как предпосылка роста

Почти десять лет прошло с тех пор, как ЕБРР в последний раз посвятил свой «Доклад о переходном процессе» состоянию финансовой системы. Тогда, в 2006 году, экономика региона росла более чем на 6% в год, опережая еврозону на несколько процентных пунктов. Более того, страна из региона ЕБРР, Азербайджан, занимала первое место в мире по темпам экономического развития. Столь уверенный рост опирался на щедрый приток прямых инвестиций из-за рубежа и быстрое расширение внутреннего кредитования. В докладе за 2006 год был сделан обнадеживающий вывод, что экономические и институциональные реформы в регионе идут полным ходом.

В докладе, однако, содержалось и предупреждение о том, что в случае кризиса зарубежные капиталы могут быть выведены чрезвычайно быстро и что прямые иностранные инвестиции, служившие фундаментом роста стран региона и сокращения их отставания по уровню доходов, отличаются мобильностью, которую принято недооценивать. Два года спустя эти предупреждения уже звучали, как предзнаменование. Под воздействием мирового финансового кризиса и последующего долгового кризиса в еврозоне приток капиталов из традиционных европейских источников превратился в иссякающий ручеек. Финансовый мир претерпел глубокие изменения – как в глобальном масштабе, так и в странах операций ЕБРР.

«Доклад о переходном процессе» за текущий год публикуется в момент, когда годовые темпы роста в регионе вплотную приблизились к нулю. Со времен кризиса разрыв в уровнях доходов между государствами региона и экономически развитыми странами практически не уменьшился. В экономике России, которая до кризиса 2008–2009 годов быстро росла, темпы роста резко упали. Трансграничные потоки капитала и прямых иностранных инвестиций ослабли, в то время как объемы кредитования почти не увеличивались (а в некоторых странах сокращались). При этом, как отмечалось в докладе за 2013 год, процесс реформ в регионе застыл.

Хотя в последнее время в ряде стран региона, являющихся импортерами сырья, рост ускорился, рецессия в России, которую дополнительно усугубило снижение цен на сырьевые товары, оказывает негативное воздействие на экономику государств, имеющих с этой страной тесные связи в сферах торговли, инвестиций и трудовой миграции. Ощущаются в регионе и неблагоприятные экономические последствия геополитической напряженности и ожидаемого ужесточения денежно-кредитной политики США. Все это привело к тому, что в целом по региону ЕБРР рост в 2015 году практически остановился, а в 2016 году прогнозируется лишь в скромных пределах.

Таким образом, настало время задаться вопросом о том, как в этих трудных и малопредсказуемых обстоятельствах финансовый

сектор мог бы стать стабильным и надежным двигателем экономического развития.

Доклад начинается с оценки того, насколько переходный регион сегодня отстает по уровню инвестиций. Это отставание начинает серьезно омрачать долгосрочные перспективы роста, о чем уже говорилось в двух предыдущих «Докладах о переходном процессе». Для стимулирования инвестиционной активности необходимо искать новые источники финансирования. При этом, как сказано в докладе, задача состоит не только в наращивании объемов финансирования, но и в восстановлении сбалансированной структуры и повышении качества капиталовложений. Нахождение такого нового равновесия и диверсификация источников финансирования потребуют преобразований в целом ряде областей.

Ключевой темой доклада этого года является, во-первых, необходимость уменьшить тотальную зависимость стран региона от долгового финансирования и повысить роль прямых капиталовложений. Снижение темпов роста на фоне ослабления валютных курсов привело к тому, что совокупный внутренний и внешний долг домохозяйств, компаний и государственного сектора экономик региона сегодня больше, чем в канун мирового финансового кризиса. Несмотря на сокращение доступности новых кредитов, особенно для малого бизнеса (см. главу 2), долговое бремя продолжает расти.

С учетом этого в докладе подчеркивается особая роль, которую доленое финансирование может играть в плане стимулирования инвестиций и повышения производительности предприятий, с особым акцентом на фонды прямых инвестиций. Опыт показывает, что действующие в регионе фонды прямых инвестиций облегчают компаниям доступ к кредиту, помогают им финансировать более значительные капитальные затраты и создавать новые рабочие места, повышая тем самым доходность и производительность. Однако привлечь участие фондов прямых инвестиций до сих пор удается лишь немногим предприятиям в странах региона. Ряд мер экономической политики могут облегчить доступ к таким инвестициям, включая введение более строгих норм корпоративного управления и упрощение выхода инвесторов из компаний путем продажи пакетов акций на открытом рынке. Обсуждаемый сейчас проект объединения рынков капитала Евросоюза может внести существенный вклад в улучшение доступа к доленому участию в компаниях центрально-европейских стран и некоторых государств Юго-Восточной Европы.

Во-вторых, необходим переход от валютного финансирования к заимствованиям в национальной валюте. Долларизация кредита (т.е. процент ссуд, выдаваемых в иностранной валюте) остается в регионе крайне высокой по сравнению с мировым уровнем, причем лишь в некоторых странах было зафиксировано ее заметное

снижение после мирового финансового кризиса. В результате многие компании и домохозяйства по-прежнему подвержены рискам внезапных скачков обменного курса, вероятность которых возрастает в связи с ожидаемым ужесточением денежно-кредитной политики США.

Успех в плане де-долларизации будет зависеть от того, удастся ли банкам постепенно найти новый баланс финансирования, при котором центр тяжести будет перенесен с зарубежных источников на внутренние. Способность банков, находящихся как в иностранной, так и в национальной собственности, в изобилии привлекать финансирование из-за рубежа сыграла немалую роль в поддержке кредитной экспансии и сближении уровней дохода в докризисный период. Сейчас, однако, необходима более уравновешенная финансовая модель, способная в долгосрочном плане повысить устойчивость банковской системы.

В-третьих, необходимо установить оптимальное соотношение государственного долга, задолженности домохозяйств и предприятий. Приводимый в докладе анализ показывает, что компании во многих странах, и прежде всего малые и средние предприятия, все еще в недостаточной степени охвачены услугами финансового сектора. Данные опросов свидетельствуют о том, что во многих случаях они не обращаются за кредитами из-за излишне сложных и долгих процедур оформления.

Наконец, восстановление равновесия предполагает также создание более диверсифицированной сети трансграничных инвестиционных партнерств в дополнение к уже существующим прочным связям с развитыми европейскими экономиками. Имеются резервы для укрепления экономического взаимодействия переходного региона как с другими странами, развивающимися у себя рыночную экономику, так и с экономически развитыми государствами вне Европы, что способствовало бы общей стабилизации финансовых потоков. Существуют также возможности для упрочения внутрирегиональных связей.

Достижение нового баланса не означает перехода из одной крайности в другую. Напротив, настоящий доклад содержит призыв к постепенной, структурной оптимизации финансовой системы. Даже в случае увеличения притока прямых инвестиций в капитал, заемные средства сохраняют за собой важную роль, нередко способствуя умножению выгод, получаемых от прямых капиталовложений. Определенная доля кредитов всегда будет привлекаться в иностранной валюте – например, компаниями со значительными операциями на зарубежных рынках – но удельный вес такого финансирования в более развитых странах обычно составляет лишь небольшой процент от общего объема кредитов. И в силу экономических законов притяжения, развитые страны Европы останутся важными торговыми и инвестиционными партнерами региона, даже при упрочении экономических связей с другими странами.

Оптимальный набор долговых инструментов, валютных корзин, источников финансирования и инвестиционных партнеров будет своим у каждой страны, отражая местную специфику и меняясь с течением времени. Тем не менее, рекомендации данного доклада в совокупности помогут диверсифицировать источники финансирования малого бизнеса, крупных предприятий и домохозяйств и тем самым будут способствовать дальнейшему преодолению отставания по уровням дохода от экономически развитых стран. В этом плане в докладе получает развитие ряд тем, намеченных в принятой в этом году Аддис-Абебской программе действий, включая потенциальную роль более емких внутренних рынков капитала и трансграничного притока прямых инвестиций в процессе устойчивого развития.

Доклад не претендует на то, чтобы охватить все основные области финансовой деятельности, так как это было бы невозможно

сделать сколь-нибудь подробно. Вместо этого в нем рассмотрен ряд конкретных вопросов – таких, как география прямых иностранных инвестиций, доступ малых предприятий к банковскому финансированию и эффекты вложений прямых инвестиционных фондов – которые иллюстрируют общие аргументы доклада.

Доклад составлен с выраженной ориентацией на перспективу. Этот подход отражен и в его названии: «Доклад о переходном процессе в 2015-16 годах»; данному образцу мы намереваемся следовать и в предстоящие годы.

**Ганс-Петер Ланкес**  
И.о. главного экономиста ЕБРР



## НАХОЖДЕНИЕ ТАКОГО НОВОГО РАВНОВЕСИЯ И ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ПОТРЕБУЮТ ПРЕОБРАЗОВАНИЙ В ЦЕЛОМ РЯДЕ ОБЛАСТЕЙ

