

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2220-6469-2021-15-2-97-106
УДК 336.1(045)
JEL G28, H54

Финансовые ресурсы роста российской экономики

В.И. Филатов

Институт экономики РАН, Москва, Россия
<http://orcid.org/0000-0002-8119-5836>

АННОТАЦИЯ

В статье рассматриваются вопросы формирования механизмов финансирования динамичного роста российской экономики, ориентированного на обеспечение глобальной экономической и технологической конкурентоспособности страны, в долгосрочном временном периоде. Переход к устойчивому динамичному развитию в современных российских условиях связан с осуществлением глубокой модернизации национальной экономики, которая должна быть ориентирована как на дальнейшее улучшение инфраструктурного обустройства страны, так и на расширение структуры российской экономики на основе опережающего развития производства современных машин и оборудования для широкого круга отраслей национальной экономики. В качестве самостоятельного приоритета структурной модернизации необходимо рассматривать ускоренное освоение технологий нового технологического уклада (НБИК-технологий) и создание производств для выпуска новых видов наукоемкой продукции в целях диверсификации экспорта и повышения глобальной конкурентоспособности российской промышленности. Решение этой задачи предполагает существенное наращивание инвестиционной активности в экономике как минимум на треть (не менее 10% ВВП). В сложившихся условиях наращивание инвестиционной активности должно сталкиваться с рядом ограничений, для преодоления которых предлагается формирование специального инвестиционного контура на основе целевой кредитной эмиссии для финансирования инвестиционных проектов.

Ключевые слова: темпы экономической динамики; финансовые ограничения экономического роста; целевая кредитная эмиссия

Для цитирования: Филатов В.И. Финансовые ресурсы роста российской экономики. *Мир новой экономики*. 2021;15(2):97-106. DOI: 10.26794/2220-6469-2021-15-2-97-106

ORIGINAL PAPER

Financial Resources for the Growth of the Russian Economy

V.I. Filatov

Institute of Economics RAS, Moscow, Russia
<http://orcid.org/0000-0002-8119-5836>

ABSTRACT

The article deals with the formation of financing mechanisms for the dynamic growth of the Russian economy, focused on ensuring the country's global economic and technological competitiveness in the long-term period. The transition to sustainable, dynamic development in modern Russian conditions is associated with implementing a deep structural and technological modernisation of the national economy. It should be focused on further improving the country's infrastructure and expanding the existing sectoral structure of the Russian economy based on advanced development of the production of modern machinery and equipment for a wide range of sectors of the national economy. One of the independent priority of structural modernisation is the accelerated development of technologies of a new technological order (NBIC technologies) and the creation of production facilities to produce new types of high-tech products to diversify exports and increase the global competitiveness of the Russian industry. The solution to this problem involves a significant increase in investment activity in the economy, at least by a third (at least 10 per cent of GDP). In the current conditions, the rise in investment activity should face several restrictions. First, with the weakness of the Russian national production of investment equipment, which can be overcome through imports, but most importantly, through

© Филатов В.И., 2021

the development of its own production of machinery and equipment in the national industry's structural modernisation. Second, the weakness of the national financial system, which is reflected in the lack of long-term savings and the low level of monetisation of the national economy. For overcoming this limitation, it is proposed to form a special investment circuit based on a targeted credit issue to finance investment projects. The conditions and limitations of using the target credit issue to finance economic growth are considered.

Keywords: rates of economic dynamics; financial constraints of economic growth; targeted credit issuance

For citation: Filatov V.I. Financial resources for the growth of the Russian economy. *Mir novoi ekonomiki = The World of New Economy*. 2021;15(2):97-106. DOI: 10.26794/2220-6469-2021-15-2-97-106

ВВЕДЕНИЕ

В 2020 г. российская экономика столкнулась с новыми вызовами. Первый и главный — это пандемия COVID-19, повлекшая за собой жесткие карантинные меры и вызвавшая беспрецедентную нагрузку на здравоохранение. Это потребовало поиска путей разрешения дилеммы между необходимостью сохранения жизни людей и поддержания экономической активности. Второй вызов — резкое и существенное падение мировых цен на нефть и другие энергоресурсы и сырьевые товары, а также снижение объемов экспорта. Эти факторы, хотя и имеют различный характер, вместе обладают кумулятивным эффектом, формируя предпосылки сокращения совокупного спроса. Падают доходы населения, снижаются инвестиции, под удар попадает доходная база бюджетной системы при необходимости заметного увеличения расходов для борьбы с COVID-19 и преодоления последствий общего снижения масштабов экономической деятельности.

В первый период кризиса (март — начало апреля 2020 г.) наиболее пострадавшими оказались «перевозки, гостиничные услуги, общественное питание, другие виды деятельности, предполагающие активное социальное взаимодействие и одновременное присутствие большого количества людей в одном месте». Об этом можно было судить по данным мониторинга отраслевых финансовых потоков, проводимого Банком России, когда оценивается отклонение объема входящих платежей от «нормального» уровня¹. Впоследствии, начиная с мая, потери стали нести (хотя и в разной степени) почти все отрасли и сферы российской экономики — от микро- и малого бизнеса до крупнейших корпораций. Например, по данным Минэкономразвития РФ, объем строительных работ в мае (если считать год к году)

снизился на 3,1%, тогда как общее снижение промышленного производства составило 9,6%.

По сравнению с предыдущими кризисами снижение экономической активности произошло очень быстро. Если в I квартале 2020 г. индекс физического объема ВВП составил 101,6% (на 1,4 п.п. превысив уровень 2019 г.), то уже во II квартале он упал до 92%, а в III снижение индекса замедлилось до –3,6% год к году². По итогам года, предварительная оценка снижения ВВП, по сравнению с 2019 г., составила 3,1%, что меньше прогнозных оценок Минэкономки РФ, на основе которых формировались параметры бюджета на 2021–2023 гг.

Сроки завершения активной фазы борьбы с пандемией коронавируса по-прежнему не ясны, поскольку эпидемия обладает волнообразным характером с шагом в три-пять месяцев. Весьма вероятно, что масштабная вакцинация российского населения даст положительный эффект уже к лету, начнется процесс затухания эпидемии, и к осени 2021 г. удастся ее подавить, а дно спада российской экономики так и останется на уровне максимальных весенних «коронавирусных ограничений» II квартала 2020 г.

АКТУАЛЬНОСТЬ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Вместе с тем пандемия COVID-19 — временное явление. Проблема в том, какими окажутся условия и темпы восстановления экономического роста. Напомним, что по среднесрочному прогнозу Минэкономразвития РФ, на основе которого формировались параметры федерального бюджета (2021–2023 гг.), ожидается, что с 2021 г. темпы роста российского ВВП вернутся в положительную зону. По базовому варианту прогноза

² Министерство экономического развития Российской Федерации. Картина деловой активности за сентябрь 2020 года; Картина деловой активности за октябрь 2020 года. URL: https://www.economy.gov.ru/material/file/5ed989233f7d439ae833c64485a09131/201019_.pdf.

¹ URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/27842/fnflows_20200427.pdf.



в 2021 г., рост составит 103,3%, в 2022 г. — 103,4% и в 2023 г. — 103%³. По мнению автора, оценки на 2021 г. выглядят излишне оптимистичными. Следует учитывать, что «коронавирусный спад» начался в ситуации так называемой «новой нормальности», когда рост идет, но темпы его невысоки. Такая экономическая динамика характерна для большинства развитых и части развивающихся экономик, включая российскую [1], прирост ВВП которой в 2019 г. составил лишь 1,3%.

Пульсация показателей роста российской экономики в 2014–2019 гг. стала следствием не только внешних шоков, но и нарастания ограничений в условиях сложившейся экономической модели и использования государством недостаточно эффективных механизмов преодоления таких ограничений [2]. Таким образом, можно говорить не о замедлении экономики или о конъюнктурном снижении спроса, а о том, что экономика оказалась на этапе нециклического системного спада, когда под ударом оказались и спрос, и предложение. Причем в сложившихся условиях сокращающейся неопределенности велик риск перехода в продолжительную депрессию. И сейчас нет ясности, какие механизмы можно задействовать для преодоления системных ограничений экономического роста [3]. Пока же все используемые государствами меры (и Россия здесь не исключение) можно определить не как поддерживающие экономический рост, а как защищающие хозяйственные системы от разрушения. Скорее всего, в условиях понижающей тенденции, V-образной траектории восстановления российской экономики не будет. Поэтому, по оценкам ИЭ РАН⁴, прирост ВВП в 2021 г. вряд ли превысит 2,5%, что ниже прогнозных значений Минэкономразвития РФ. Сложившаяся ситуация будет формировать не только динамику основных показателей экономического развития, но и продолжит оказывать негативное воздействие на социальную сферу.

³ Минэкономразвития РФ. О прогнозе социально-экономического развития Российской Федерации на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов. URL: https://www.economy.gov.ru/material/directions/makroec/prognozy_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya/prognoz_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya_rf_na_2021_god_i_na_planovyy_period_2022_i_2023_godov.html.

⁴ Доклад ИЭ РАН «Предложения по мероприятиям в сфере экономической и социальной жизни страны после завершения активной фазы борьбы с коронавирусом». URL: https://inecon.org/docs/2020/publications/Report_IE%20RAS_20200526.pdf.

Вместе с тем если при благоприятном развитии событий прогнозируемые Минэкономразвития РФ темпы все же будут достигнуты, и российская экономика выйдет на среднемировые темпы роста ВВП (+103%), обеспечить значительное сокращение разрыва по уровню общего экономического развития [показателю ВВП на душу населения по ППС (паритету покупательной способности)], а следовательно, и по уровню, и качеству жизни, они не смогут. Хотя и окажутся существенно выше среднегодовых темпов прироста ВВП, рассчитанных за весь постсоветский период, которые в итоге не превысили 1%.

Отметим, что, по данным за 2018 г., российский ВВП на душу населения по ППС составлял 28 764 долл. США, что в 2,2 раза меньше аналогичного показателя в США (62 853 долл. США) и в 1,9 раза меньше, чем в ФРГ (54 467 долл. США). По этому показателю Россия отстает от ряда восточноевропейских стран, таких как Чехия (40 403 долл. США), Венгрия (31 579 долл. США), Польша (31 471 долл. США) и от бывших советских прибалтийских республик: Эстонии (36 437 долл. США), Литвы (35 832 долл. США) и Латвии (30 859 долл. США). Это снижает привлекательность России для граждан других государств постсоветского пространства⁵.

В реальности темпы экономической динамики актуальны для России в двух контекстах. Первый связан с преодолением отставания от ведущих экономических держав по уровню экономического развития, второй — с сохранением достойного места в мировом хозяйстве по общему объему ВВП на фоне динамично развивающихся экономик Китая, Индии и ряда других крупных держав.

Расчеты показывают, что России для преодоления двукратного разрыва по размеру душевого ВВП (например, с ФРГ) при превышении среднегодовых темпов экономической динамики на 1% потребуется 70 лет. Если такое превышение будет составлять 2% — 35 лет; при 3%-ном превышении — 25 лет, 4%-ном — 18 лет. Поэтому, с учетом складывающегося комплекса геополитических и внутренних социально-экономических проблем, для России в качестве целевого (желательного) уровня экономической динамики следует ориентироваться на долгосрочные среднегодовые темпы прироста ВВП не ниже 4,5%. Это позволит увеличить его объем к 2040-м гг. в 2,4 раза и к 2055 г. сравняться с ФРГ, если Германия сохранит среднегодовую динамику

⁵ Россия в цифрах 2020. Росстат. М.; 2020:549–550.

экономического роста на уровне 2,5%. При среднегодовом приросте на уровне 6% российский ВВП возрастет за 20 лет в 3,2 раза, что позволит поддержать долю российской экономики в мировом хозяйстве относительно таких центров экономической мощи, как Китай и Индия, и к 2040 г. догнать ФРГ [4].

Таким образом, ускорение динамики экономического роста должно рассматриваться в качестве важнейшего ориентира стратегии экономического развития России на ближайшие два-три десятилетия.

ОГРАНИЧЕНИЯ СЛОЖИВШЕЙСЯ ФИНАНСОВОЙ МОДЕЛИ

Задача ускорения экономического роста имеет комплексный, многоаспектный характер — структурный, воспроизводственный, технологический, внешнеэкономический, ресурсный, институциональный, что важно учитывать при формировании и реализации политики поддержки темпов экономической динамики. Ключевыми, на наш взгляд, являются два: структурный и ресурсный. Структурный аспект может рассматриваться как приоритетный, поскольку формирует представления о перспективной секторальной и отраслевой структуре экономики, которая определяет требования к количеству и качеству необходимых инвестиционных, технологических и кадровых ресурсов, воспроизводственной и институциональной среде, необходимой для их эффективного использования.

Важно отметить, что долговременный динамичный рост экономики возможен только при опоре на устойчивый и возрастающий на длительном временном интервале спрос на продукцию национальных производителей.

На основе восстановления доходов населения (упавших с 2014 г. почти на 10%) может происходить посткризисное восстановление (5–6% прироста ВВП от уровня 2020 г.), которое далее столкнется со структурными ограничениями со стороны предложения. В то же время существующие структурные, технологические и сугубо рыночные ограничения со стороны спроса не позволяют рассматривать масштабное наращивание сырьевого экспорта как определяющий фактор ускорения динамики российской экономики (что, естественно, не отменяет задачи поддержки экспорта широкой товарной номенклатуры). В таких условиях на первый план выходит задача формирования масштабного внутреннего инвестиционного спроса как инструмента

структурной трансформации сложившейся в России в постсоветский период модели «рентного капитализма». В ней основным побудительным мотивом для хозяйственной деятельности становится не наращивание масштабов и повышение эффективности хозяйственной деятельности, а извлечение различных сверхдоходов рентного характера (природного, ценового, административного) [5]. Такая модель сформировалась в результате политики 90-х гг., которая была нацелена на решение задач первоначального накопления частного капитала на основе широкомасштабной приватизации активов, а не активизации стимулов к их модернизации и более эффективному использованию, необходимость в которой вполне осознавалась уже на переломе 70–80-х гг. прошлого века. Важно отметить, что сформировавшаяся в 90-е гг. и устойчиво воспроизводящаяся модель «нового российского капитализма» (при всех объективных неблагоприятных условиях конца 80-х гг., связанных с системным кризисом советской экономической и политической системы и демонтажом СССР, который придал дополнительное ускорение кризисным процессам) имела рукотворный характер и основывалась на ряде идеологических установок, прежде всего постулатов неоклассической ортодоксии, трансформировавшихся в установки «вашингтонского консенсуса».

Важнейшей целевой установкой постсоветской экономической трансформации стал курс на внешнеэкономическую открытость, а введение в 1992 г. внутренней конвертируемости национальной валюты рассматривалось в качестве важнейшего условия и инструмента обеспечения открытости экономики и привлечения внешних инвестиций. В то же время конвертируемость, которая не основывалась на росте конкурентоспособности национального хозяйства, означала изменение эмиссионной политики ЦБ. Если в советский период размеры эмиссии увязывались с масштабами хозяйственного оборота и обеспечивались всеми ресурсами, вовлекаемыми в такой оборот, то конвертируемость предполагает жесткую привязку масштабов эмиссии к динамике валютных поступлений в экономику и зависит от масштабов экспорта и внешнего кредитования экономики через коммерческие кредиты и финансовые рынки. В такой модели существенно ограничивается роль ЦБ как эмиссионного центра национальной валюты и кредитора национальной экономики, а национальные банки, по сути, начинают выступать в роли финансовых посредников

между внутренними заемщиками «длинных денег» и международными финансовыми структурами, увеличивая внешнюю финансовую зависимость национального хозяйства. В свою очередь, финансовые власти, прежде всего, озабочены соблюдением определенных формальных требований, формирующих благоприятный инвестиционный климат для внешних инвесторов (состояние внешнеторгового и платежного баланса, дефицитность бюджетной системы, размеры внешнего и внутреннего долга, устойчивость курса национальной валюты в краткосрочном и среднесрочном периодах). Поддержание экономического роста и конкурентоспособности (прежде всего, технологической) национальной экономики рассматривается как естественное следствие инвестиционной привлекательности экономики и финансовой системы, а не ее важнейшая целевая функция. Такая открытость финансовой системы привела к чрезмерной зависимости экономики от внешних источников финансирования (прежде всего, валютных доходов от сырьевого экспорта, динамика которых оказывает определяющее влияние на состояние бюджетной сферы, динамику потребительского спроса), а также заинтересованности внешних инвесторов в активном присутствии на российском финансовом рынке.

Поскольку, как уже отмечалось, открытость российской экономики не основывалась на росте ее конкурентоспособности в результате структурной и технологической модернизации, эмиссия базируется на экспортных возможностях узкой группы отраслей: ТЭК, металлургии, базовой химии, а также валютных поступлениях на финансовый рынок от внешних инвесторов. Строго говоря, финансовая система страны была посажена на «валютную иглу», порождающую хроническую денежную анемию во всей экономике, высокую зависимость национальной финансовой системы от внешних источников и подверженность внешним шокам, включая политические. К середине 2014 г. размер внешнего долга РФ достиг 715,8 млрд долл. США, что составляло 32% к годовому ВВП. Из этой задолженности 91% (646 млрд долл. США) приходился на коммерческие банки и организации нефинансового сектора. При этом внешняя задолженность коммерческих банков и организаций нефинансового сектора росла быстрее, чем общий внешний долг РФ. Так, внешняя задолженность коммерческих банков и организаций выросла с 01.01.2012 по 01.04.2014 г. в 1,32 раза при росте общего внешнего долга РФ в 1,26 раза.

К 01.01.2020 г. в силу внешних факторов и санкционных ограничений размер внешнего долга РФ сократился до 490 млрд долл. США (28% к ВВП), из которых 83% (406,9 млрд долл. США) приходилось на коммерческие банки и организации нефинансового сектора, а доля органов госуправления и ЦБ России возросла с 9 до 17% внешней задолженности страны⁶. Такое уменьшение общей внешней задолженности происходило на фоне стагнирующих темпов экономической динамики и ослабления рубля, курс которого с 2013 по 2019 г. упал почти в 1,9 раза (с 32,73 до 61,91 руб. за долл. США)⁷. Нетрудно оценить, что в условиях перманентного ослабления курса рубля возрастает как задолженность коммерческих организаций и банков, так и затраты на обслуживание валютной задолженности в рублевом эквиваленте. Кроме того, растет и рублевая стоимость импортируемых машин и оборудования, доля которых в инвестициях продолжает оставаться излишне высокой, что в конечном итоге ограничивает инвестиционные возможности российской экономики.

При этом общий уровень монетизации российской экономики остается довольно низким. На 01.01.2021 г. денежная масса М2 в российской экономике увеличилась до 58,65 трлн руб. (в 1,85 раза по сравнению с 2014 г.). При этом объем наличных денег возрос в 1,75 раза, а депозитов на счетах населения и организаций — в 1,89 раза, до 46,127 трлн руб.⁸ В результате на начало 2020 г. уровень монетизации российской экономики по индикатору М2 не превышал 47% ВВП, увеличившись с 2014 г. на 8 п.п. И хотя такой уровень монетизации (около 50%) считается достаточным для обеспечения текущего хозяйственного оборота и недопущения бартеризации экономики, в странах, осуществлявших экономический прорыв, этот показатель существенно выше: в Китае в 2018 г. он составлял 198%, в Японии — 184,9%. В развитых экономиках со средними темпами экономической динамики уровень монетизации экономики составляет 70–90% ВВП⁹.

Высокий уровень внешней задолженности банковского и коммерческого сектора национальной экономики, даже в условиях низкой нормы нако-

⁶ Россия в цифрах. 2020. М.: Росстат; 2020.

⁷ Там же.

⁸ Центральный Банк Российской Федерации. Официальный сайт. Статистика. Показатели денежно-кредитной статистики. URL: <https://old.cbr.ru/statistics/ms/>.

⁹ URL: <https://prognostica.info/news/show/38>.

пления и массы накопленных финансовых ресурсов, свидетельствует о том, что экономике для ускорения не хватает «длинных» инвестиционных денег, т.е. долгосрочных накоплений населения и организаций, которые были обесценены в начале 90-х гг. В свою очередь, нехватка «длинных» денег ведет к высокой стоимости инвестиционных кредитов, что ставит российских производителей в гораздо менее конкурентные условия по сравнению с иностранными.

Реализация активной политики экономического роста на основе глубокой структурной модернизации национального хозяйства предполагает существенную активизацию инвестиционного процесса, повышение доли инвестиций в нефинансовые активы, прежде всего в основной капитал, хотя бы до 27% ВВП, как это обозначалось в качестве целевого ориентира в указах Президента РФ от 07.05.2018 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года» и от 21.07.2020 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года». В свою очередь, решение этой задачи предполагает увеличение в течение 2–3-х ближайших лет годового объема инвестиций как минимум на 10 трлн руб. (в 1,57 раза к уровню 2019 г.) [6]. Следовательно, при переходе к активной поддержке экономического роста финансовое обеспечение инвестиционной деятельности становится одной из двух фундаментальных проблем, выступающих естественными ограничениями сложившейся финансовой политики.

Во-первых, в российской рыночной экономике невозможно такое масштабное наращивание инвестиций за счет государственных (бюджетных) ресурсов, — в силу как естественных ресурсных ограничений бюджетной системы, так и экономического содержания процесса. Бюджетные инвестиции воспроизводят государственную собственность, расширение которой, как считается, ограничивает конкуренцию и рыночную среду, что негативно сказывается на динамике эффективности функционирования национальной экономики. Бюджетные расходы определяются функциональной структурой, согласно которой они осуществляются главным образом в объекты государственной формы собственности ограниченного круга сфер национального хозяйства (силовой комплекс, отрасли социальной сферы, государственное управление, развитие транспортной инфраструктуры). Косвенная поддержка экономического роста может осуществляться через инвестиции в уставной капитал институтов разви-

тия (специализированные банки и фонды), а также субсидирование за счет бюджета части процентной ставки для заемщиков некоторых приоритетных отраслей экономики и видов деятельности.

В результате доля бюджетных средств (федерального, субъектов федерации, местных бюджетов) в инвестициях в основной капитал в течение последних двадцати лет стабильно снижалась: с 22% в 2000 г. до 19,5% в 2010 г., 18,3% — в 2015 г. и 15,8% — в 2019 г.¹⁰ При этом доля федерального бюджета также стабильно составляет не менее половины от общего объема бюджетных инвестиций. В 2019 г. объем инвестиций из федерального бюджета составил 7,5 трлн руб. (или 47,5% всех бюджетных инвестиций в российскую экономику)¹¹.

Во-вторых, масштабная поддержка инвестиционного процесса мерами денежно-кредитной политики ограничивается состоянием финансовой сферы страны, когда в течение последних лет, прошедших после кризиса 2008 г., в условиях сложившейся экономической модели так и не удалось восстановить условия, приемлемые для поддержания динамичного роста экономики за счет частных инвесторов. И речь идет не столько о качестве администрирования инвестиционного процесса (хотя и это важно), сколько о соотношении таких базовых индикаторов, как цены кредитных ресурсов и рентабельности вложений в приоритетные проекты структурной модернизации — производства в отраслях обрабатывающего сектора российской экономики (прежде всего — технологически емкие), развитие которых должно формировать основные направления структурной модернизации и повышения конкурентоспособности национального хозяйства, а также объекты транспортной и социальной инфраструктуры, включая строительство жилья и экологию. По итогам 2019 г., эффективность функционирования технологически емких отраслей российской промышленности находилась на уровне 7–10% рентабельности продаж, а окупаемость инфраструктурных объектов вообще имеет довольно условный характер.

В таких условиях цена долгосрочного инвестиционного кредита должна быть меньше рентабельности и не превышать 5% годовых на длительный срок (от 5 и более лет — для закупки оборудования и до 20 лет — по ипотечному кредитованию). Если ориентироваться на формирование конкурентных

¹⁰ Россия в цифрах. 2020. М.: Росстат; 2020.

¹¹ Там же.

условий в контексте диверсификации экспортной базы российской экономики на основе развития обрабатывающего (и прежде всего технологически емкого) сектора промышленности, цена таких долгосрочных кредитов должна быть еще меньше. Соответственно, ключевая ставка ЦБ, к которой привязаны ставки по другим операциям ЦБ по предоставлению ликвидности банкам, должна быть еще ниже, но не ниже уровня инфляции. Поэтому для ЦБ уровень инфляции является важнейшим индикатором для формирования основных направлений денежно-кредитной политики. Однако сложившееся в российской экономике устойчивое соотношение эффективности инвестиций в приоритетные проекты технологически емких отраслей российской промышленности и рыночной стоимости долгосрочного банковского кредита не дает оснований рассчитывать на реализацию прорывного сценария наращивания масштабов инвестиционной деятельности.

Дополнительным ограничивающим фактором является готовность и способность российских коммерческих банков без участия государства брать на себя риски, связанные со структурной модернизацией национальной экономики: определять перспективные направления и сферы инвестирования, оценивать качество предлагаемых проектов, переходить на более низкий уровень прибыльности собственной деятельности.

Понимая, что в сложившихся условиях стандартные механизмы рефинансирования не позволяют преодолеть инвестиционный спад и ставки держатся на слишком высоком уровне, ЦБ в дополнение к стандартным механизмам кредитной политики еще в середине прошлого десятилетия стал использовать специальные механизмы долгосрочного рефинансирования с целью поддержки приоритетных секторов экономики и видов деятельности¹². Они

¹² Так, ЦБ предоставлял Российскому банку поддержки малого и среднего предпринимательства (АО «МСП Банк») кредиты по 6,5% под залог прав требования по межбанковским кредитным договорам, заключенным с банками-партнерами в рамках Программы финансовой поддержки развития малого и среднего предпринимательства. Аналогичная программа действует по стимулированию несырьевого экспорта. ЦБ предоставляет средства по 9% годовых под залог прав требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования ОАО «Российское агентство по страхованию экспортных кредитов и инвестиций» (ОАО «ЭКСПАР»). Более сложная программа разработана для рефинансирования инвестиционных проектов. По проектам, утвержденным правительством, ЦБ выделял кредиты по 9% под залог прав требований по кредитным дого-

применялись для поддержки банковского кредитования по отдельным направлениям экономической деятельности. Однако лимиты средств, выделяемых для кредитования по таким специализированным каналам, незначительны и недостаточны для кардинального наращивания инвестиционной активности в российской экономике, масштабы которой, как отмечалось выше, требуют триллионы рублей дополнительных инвестиций. Более того, ЦБ довольно настороженно относится к таким инструментам. Так, еще в сентябре 2017 г. Совет директоров ЦБ одобрил среднесрочную стратегию поэтапного выхода из их применения, мотивируя это решение снижением рыночных ставок банковского кредита, хотя полностью освободиться от «спецсхем» инвестиционного финансирования не удалось. В принципе при существенном снижении ставок банковского кредитования необходимость в таком механизме отпадает, но пока перспективы снижения реальных ставок банковского кредита выглядят довольно призрачно.

ЭМИССИОННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА – УСЛОВИЯ И ОГРАНИЧЕНИЯ

Масштабы инвестиционного кредитования могут быть кардинально расширены в рамках формирования специализированного инвестиционного финансового контура на основе государственных институтов развития (по сути, специализированных инвестиционных банков и фондов), которые финансируют масштабные инвестиционные проекты в приоритетных сферах национальной экономики. В такой схеме ЦБ под обязательства государства (т.е. ценные госбумаги институтов развития) рефинансирует институты развития, которые, в свою очередь, кредитуют на льготных условиях инвестиционные проекты приоритетных секторов национальной промышленности. Льготные условия касаются цены кредита и срока, на который предоставляется кредит. Поскольку речь идет, прежде всего, о кредитовании обрабатывающего сектора промышленности, цена кредита должна ориентироваться на рентабельность проекта, а срок — на период создания и освоения создаваемых мощностей, т.е. кредит на срок не менее 5 лет

ворам и облигациям, привлекаемым для финансирования проектов. Наконец, на льготных условиях выделяются кредиты для софинансирования промышленных проектов в рамках Фонда развития промышленности.

под 3–5% годовых, а в отдельных случаях и меньше. Финансирование осуществляется по схеме государственно-частного партнерства — совместного участия (софинансирования) государственного института развития и частного инвестора. Доля льготного кредита не превышает определенную часть (не более половины) стоимости проекта и используется на закупку оборудования. Институты развития в такой схеме выступают в роли квалифицированного посредника между эмиссионным центром и частными инвесторами. Основная функция таких институтов состоит в оценке эффективности и рисков инвестиционных проектов, предлагаемых к реализации, и контроле за целевым использованием кредитных ресурсов, выделяемых на льготных условиях.

Реализация предлагаемой схемы, помимо опоры на специализированные финансовые институты, предполагает полный выкуп ЦБ ценных бумаг, эмитируемых институтами развития, с зачислением объема такой эмиссии на внутренний госдолг, обслуживание которого осуществляется за счет текущих доходов федерального бюджета. Заинтересованные частные инвесторы участвуют в софинансировании инвестиционных проектов своими средствами либо — с использованием заемных средств на финансовом рынке. В конечном итоге долговые обязательства по проекту ложатся на частных инвесторов, которые после погашения всех долговых обязательств становятся собственниками созданных активов.

Такая схема достаточно успешно использовалась в мировой экономической практике в послевоенной Японии, Южной Корее, Тайване, позднее — КНР. В такой эмиссионной схеме ЦБ, по сути, выделяет кредитные ресурсы под товарное обеспечение реализуемых приоритетных инвестиционных проектов. Следовательно, общие масштабы такой целевой кредитной эмиссии должны лимитироваться размером имеющихся в экономике реальных инвестиционных ресурсов (оборудование, сырье и материалы, валютные ресурсы) для отобранных инвестиционных проектов. В свою очередь, это означает, что среднесрочные и текущие эмиссионные планы ЦБ должны опираться на достаточно обоснованный инвестиционный план национального развития, который формируется за рамками финансового контура. Такой план может разрабатываться на основе приоритетных инвестиционных проектов, обоснование целесообразности которых должно проводиться в ходе составления программ развития

различных секторов национального хозяйства. Это предусмотрено действующим законодательством, принятым еще в 2014 г. (Федеральный закон № 172 «О стратегическом планировании в Российской Федерации»), имплементацию которого в реальную практику управления не удалось осуществить до сих пор. Такие программы должны быть достаточно скоординированы между собой и обеспечивать как формирование новых рынков инновационной продукции, так и устойчивость и сбалансированность развития экономики на основе импортозамещения и инфраструктурного обустройства страны, о чем говорилось выше. При этом важно понимать, что успех реализации предлагаемой схемы кредитной эмиссии зависит от набора объектов кредитования и того мультипликативного эффекта, который такие инвестиционные объекты будут оказывать на экономический рост.

Кроме того, необходима реализация целого комплекса мер по обеспечению прозрачности функционирования денежных потоков, формированию затрат и результатов, ограничению валютных спекуляций и утечки капиталов за рубеж. Все отмеченные условия должны формироваться в рамках общей трансформации сложившейся хозяйственной модели в направлении повышения заинтересованности бизнеса в активизации инвестиционной и инновационной деятельности.

Вместе с тем при масштабном развитии схемы целевого кредитного финансирования необходимо учитывать ряд серьезных условий и рисков и предусмотреть меры по их преодолению. Во-первых, необходимо понимать, что масштабное наращивание кредитной эмиссии означает постоянное рефинансирование институтов развития, поскольку на отдачу от реализации инвестиционного проекта промышленного назначения вряд ли стоит рассчитывать раньше, чем через пять-шесть лет. По крупным инфраструктурным проектам возврат денег может растянуться на десятилетия, что потребует периодической докапитализации институтов развития. Использование кредитной эмиссии «по крупному», на триллионы инвестиционных рублей, способно в течение пятилетия увеличить внутренний долг относительно ВВП еще на 25%. Сам по себе этот индикатор финансовой системы важен для международных рейтингов, внешних заимствований и привлечения инвестиций со стороны международных финансовых институтов и в меньшей степени — для прямых иностранных инвестиций.

Наращивание внутреннего долга за счет возвратных кредитов уже содержит включенный в систему механизм его погашения, хотя следует ожидать определенный процент невозврата ресурсов. Минимизация таких потерь будет зависеть от качества проработки программ и проектов для целевого проектного финансирования и прозрачности хода их реализации. Как представляется, формирование эффективных механизмов целевой кредитной эмиссии и их встраивания в общую систему реализации долгосрочной стратегии социально-экономического развития и программ развития отдельных секторов экономики потребует определенного времени. Во-вторых, необходимо учитывать риск ускорения инфляции как следствие «финансового форсажа», хотя зависимость российской инфляции от роста денежного предложения не так очевидна.

Целевая кредитная эмиссия нацелена на финансирование инвестиционного процесса, но часть финансовых средств, естественно, будет расходоваться на прирост фонда оплаты труда и увеличивать платежеспособный спрос, который нуждается в товарном обеспечении. Таким образом, структурная политика экономического роста должна предусматривать увеличение товарного покрытия прироста доходов населения. Реализация широкомасштабной программы жилищного строительства на основе доступной ипотеки как один из важнейших структурных приоритетов (о чем уже говорилось выше) существенно повысит у населения мотивацию к сбережениям, что сможет сдерживать рост потребительского спроса и инфляцию.

В-третьих, в рассматриваемой модели финансовой поддержки экономического роста особого внимания заслуживает курсовая и валютная политика. С учетом высокой зависимости российской экономики (в целом) и инвестиционного комплекса от импорта оборудования, расширение масштабов инвестиционной деятельности существенно увеличит спрос экономики на резервные валюты. При сложившейся в России доле импорта в инвестициях их увеличение на каждый триллион рублей будет генерировать дополнительный спрос на валюту в размере не менее 4 млрд долл. США. По мере наращивания

процессов структурной перестройки экономики и импортозамещения иностранного технологического оборудования такая доля может снижаться, но заметные изменения, скорее всего, наступят не ранее, чем через пять лет после реализации динамичной политики модернизации российской экономики. Таким образом, в рассматриваемой модели эмиссионной политики валютные ресурсы экономики выступают важнейшим ограничителем масштабов целевой кредитной эмиссии, а их накопление в интересах поддержания экономического роста — первостепенной задачей валютной политики. Курсовая политика должна, прежде всего, ориентироваться на снижение волатильности обменного курса. При большой роли импорта в российской экономике снижение курса рубля ведет к росту стоимости инвестиционных проектов, усиливает экономическую неопределенность. Возможно, целесообразно вернуться к управляемому обменному курсу, ограничивая диапазон его колебаний с помощью валютных интервенций, при том, что валютная политика должна быть нацелена на поддержание стабильного курса рубля, заметно заниженного относительно паритета покупательной способности национальной валюты. В этой связи целесообразно критически оценить сформировавшиеся в стране чрезмерно либеральные правила валютных операций и ввести разумные ограничения на такие операции, не связанные с обслуживанием внешнеторгового оборота и инвестиционной деятельностью в реальном секторе экономики [7]. Речь, прежде всего, идет об использовании резервных требований (повышенных, по сравнению с пассивами в национальной валюте), налоге на финансовые трансакции (по типу налога Тобина), а также мерах макропруденциальной политики. Введение отдельных валютных ограничений на трансграничное движение капитала позволит снизить издержки антикризисного регулирования мерами денежно-кредитной политики, а в перспективе — снижать глубину кризисов, воздействуя на спекулятивные потоки капитала. Такие ограничения в конечном итоге позволят успешнее использовать денежно-кредитную политику для снижения процентных ставок, без чего невозможно стимулировать экономический рост.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Рязанов В. Т. Неустойчивый экономический рост как «новая нормальность»? *Вестник Санкт-Петербургского университета*. 2013;5(4):3–34.
2. Сухарев О. С. Экономический рост в России: проблема управления. *Экономист*. 2016;(7):21–31.
3. Ивантер В., Порфирьев Б., Широков А. От модернизации экономической политики к качественному росту экономики. *Российский экономический журнал*. 2016;(1):3–15.

4. Ленчук Е.Б., Филатов В.И. Российская экономика: поиск эффективной стратегии. *Мир новой экономики*. 2018;(1):6–21. DOI: 10.26794/2220–6469–2018–12–1–6–21
5. Симачев Ю., Акиндинова Н., Яковлев А. и др. Структурные изменения в российской экономике и структурная политика. Аналитический доклад. Под научным руководством Е.Г. Ясина. НИУ ВШЭ; 2018.
6. Аганбегян А.Г. Выступление на Московский академический форум «Проблемы трансформации современного общества и цели национального развития России» (МАЭФ 08.05.2021 г.). URL: <https://maef.veorus.ru/expertopinions/2020–05–08–1>.
7. Глазьев С.Ю. Рынок в будущее. Россия в новых технологическом и мирохозяйственном укладах. М.: Книжный мир; 2018. 768 с.

REFERENCES

1. Ryazanov V.T. Unstable economic growth as a “new normality”? *Bulletin of the Saint Petersburg University*. 2013;5(4):3–34.
2. Sukharev O.S. Economic growth in Russia: the problem of management. *Economist*. 2016;(7):21–31.
3. Ivanter V., Porfiriev B., Shirov A. From modernization of economic policy to high-quality economic growth. *Russian Economic Journal*. 2016;(1):3–15.
4. Lenchuk E.B., Filatov V.I. Russian economy: search for an effective strategy. *The world of the new Economy*. 2018;(1):6–21. DOI: 10.26794/2220–6469–2018–12–1–6–21
5. Simachev Yu., Akindinova N., Yakovlev A. et al. Structural changes in the Russian economy and structural policy. Analytical report. under the scientific guidance of Yasin E.G. HSE; 2018.
6. Aganbegyan A.G. Speech at the Moscow Academic Forum “Problems of Transformation of modern Society and the goals of National development of Russia” (MAEF May 8, 2021). URL: <https://maef.veorus.ru/expertopinions/2020–05–08–1>.
7. Glazyev S. Yu. A dash to the future. Russia in the new technological and world economic structures. Moscow: Knizhny Mir; 2018. 768 p.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Владимир Иванович Филатов — кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник центра инновационной экономики и промышленной политики, Институт экономики РАН, Москва, Россия

Vladimir I. Filatov — Cand. Sci. (Econ.), Leading Researcher at the Center for Innovative Economics and Industrial Policy, Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia
filatov.vladshimir@yandex.ru

Статья поступила 14.02.2021; после рецензирования 25.02.2021; принята к публикации 05.03.2021.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was received on 14.02.2021; revised on 25.02.2021 and accepted for publication on 05.03.2021.

The author read and approved the final version of the manuscript.