

## ТЕМА НОМЕРА

Э.Я. Шейнин

### Финансово-инвестиционный потенциал российской экономики

В статье представлен анализ экономической ситуации в стране, а также финансового потенциала российской экономики, определяющего направления модернизации материально-технической базы экономики.

*Ключевые слова:* инвестиции; инвестиционный климат; инвестиционная привлекательность; инвестиционный потенциал.

**П**риоритетным направлением экономического развития страны руководством государства провозглашен курс на проведение радикальных изменений с целью создания инновационной экономики.

Темп роста ВВП снизился с 6,4 % в 2005 г. до 4,5 % в 2010 г. и до 1,3 % в 2013 г. Долгое время доходы от экспорта нефти наряду с потребительским спросом были основной движущей силой роста. Однако с 2005 по 2013 гг. доля чистого экспорта сократилась с 13,7 % до 5,9 %. Рост ВВП во все большей мере стал определяться внутренним потреблением. Превалировал потребительский уклон в развитии российской экономики: доля расходов на конечное потребление составляет 71,5 % ВВП, валового накопления в основной капитал — 21,5 %. В 2013 г. наметилось сокращение потребительского спроса. Сыграли свою роль сдерживание роста реальных доходов населения (5,9 % в 2010 г. и 3,3 % в 2013 г.), замедления розничного кредитования (в 2012 г. рост составил 40,3 %, в 2013 г. только 28 %). Под влиянием падения спроса, снижения импорта сократились темпы роста розничной торговли.

Влияние же инвестиций на динамику ВВП неоднозначно. С одной стороны, в течение 2005–2013 гг. среднегодовые темпы роста инвестиций в основной капитал (3,2 %) опережали тот же показатель для ВВП (2,2 %). Сравнение этих показателей, казалось бы, дает основание утверждать о существенном положительном влиянии инвестиций на экономический рост в отмеченный период. Но это не совсем так. Сказывается низкая эффективность инвестиционных

вложений в основной капитал. Так, среднегодовой индекс роста производительности труда в экономике в течение 2005–2012 гг. равнялся 103, индекс ВВП — 103,2, инвестиций в основной капитал — 106,7. Причем в течение всего периода темп роста производительности труда отставал от темпа роста ВВП и инвестиций в основной капитал. Среднегодовые индексы инвестиций в машиностроение составили: производство машин и оборудования — 107,8, электро-, электронного и оптического оборудования — 116,2. Реальный же их выпуск существенно отстает от темпов роста инвестиций в их производство. Преобладающая часть инвестиций (около 60 %) направляется в строительство и приобретение зданий и сооружений. И только примерно 35 % финансовых средств расходуется на модернизацию, реконструкцию и приобретение новых машин, оборудования и транспортных средств (из них на приобретение новых видов оборудования — чуть больше 50 %). В результате не удалось добиться масштабного обновления основных фондов предприятий, снижения коэффициента износа машин и оборудования. Коэффициент обновления основных средств продолжает снижаться, значительная их часть эксплуатируется за пределами экономически оправданных сроков службы. Доля полностью изношенных основных фондов в экономике не уменьшается (14 %), в обрабатывающей промышленности она составляет 13,5 %, в добыче полезных ископаемых — 20 %, в оптовой и розничной торговле — 18,8 %. ВВП в течение последних двух лет растет, скорее всего, за счет увеличения загрузки действующих мощностей и увеличения занятости в ряде отраслей экономики. На такой технической основе трудно ожидать увеличения производства, прежде всего в промышленности. К этому следует добавить отсталую инфраструктуру экономики.

На повестке дня — диверсификация экономической структуры страны, коренная модернизация технической и технологической базы экономики, развитие производственной инфраструктуры. Решение таких задач требует огромных инвестиций.

В связи с этим требуется ответить на вопросы, каким финансовым потенциалом располагает экономика России, достаточен ли он прежде всего для модернизации материально-технической базы экономики, в какой мере существующий механизм способен эти средства направить в инвестиционное русло? Речь идет о финансово-инвестиционном потенциале, который мы определяем как совокупность финансовых ресурсов страны, а также механизме их распределения и направления финансовых потоков в соответствии с целями экономической политики. Неслучайно руководители крупнейших компаний в России трудности с привлечением финансирования считают одним из главных препятствий, мешающих решать проблемы модернизации материально-технической базы экономики.

В России главным финансовым ресурсом инвестиций в основной капитал служат собственные средства предприятий (см. табл.).

**Структура источников финансирования инвестиций в основной капитал**  
(в процентах к итогу)<sup>1</sup>

Показатели	2000	2005	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Инвестиции в основной капитал:	100	100	100	100	100	100	100	100
всего,								
в том числе по источникам финансирования:								
Собственные средства, из них:	47,5	44,5	39,5	36,3	41,0	41,9	44,5	45,2
прибыль, остающаяся в распоряжении организации;	23,4	20,3	18,5	14,8	14,6	...	...	...
амортизация.	18,1	20,9	17,3	18,7	20,4	...	...	...
Привлеченные средства:	52,5	55,5	60,5	63,7	59,0	58,1	55,5	54,8
кредиты банков;	2,9	8,1	11,8	9,4	9,0	8,6	8,4	10,0
заемные средства других организаций.	7,2	5,9	6,2	10,7	6,1	5,8	6,1	6,2
Бюджетные средства,								
в том числе:	22,0	20,4	20,9	21,5	19,5	19,2	17,8	19,0
из федерального бюджета;	6,0	7,0	8,0	10,8	10,0	10,1	9,6	10,0
из бюджетов субъектов РФ;	1							
средства местных бюджетов;	4,3	12,3	11,3	9,5	8,2	7,9	7,1	7,5
средства внебюджетных фондов;	1,7	1,1	1,6	1,2	1,3	1,2	1,1	1,5
прочие.	4,8	0,5	0,4	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3
	15,6	20,6	21,2	21,9	24,1	24,3	22,8	15,6

Источник: <http://www.gks.ru>

Собственные средства формируются преимущественно благодаря прибыли и амортизационным отчислениям. На их долю приходится примерно 92 % общей суммы собственных средств. Остальная часть внутренних источников финансирования — целевые фонды, сформированные за счет прибыли и иных источников в предшествующем периоде. В 2013 г. финансовое положение предприятий ухудшилось по сравнению с 2012 г. Негативную

<sup>1</sup> Без субъектов малого предпринимательства, объемов неформальной деятельности и объема инвестиций, не наблюдаемых прямыми статистическими методами.

роль в этом процессе играют повышение рисков финансово-хозяйственной деятельности предприятий из-за неблагоприятного делового климата в экономике, увеличение темпов роста просроченной дебиторской задолженности, падение прибыли. При этом кредиторская задолженность предприятий росла опережающими темпами по отношению к росту дебиторской задолженности. В результате уровень самофинансирования предприятий за 2013 г. снизился на 4,6 % (Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2013 году. С. 98 // Центральный банк Российской Федерации: сайт. URL: [www.cbr.ru/publ/archive/root\\_get\\_blod.aspx?doc\\_id=9525](http://www.cbr.ru/publ/archive/root_get_blod.aspx?doc_id=9525)). Доля убыточных предприятий, по нашим расчетам, составляет в среднем 31 %. Но, во-первых, по некоторым отраслям эта величина значительно выше среднего показателя (например, добыча полезных ископаемых, производство электроэнергии, воды и газа; транспорт и связь). Во-вторых, приведенные данные не учитывают показатели по малым предприятиям. А в этой группе убыточных предприятий существенно больше. Поэтому, по нашим оценкам, удельный вес убыточных предприятий в экономике достигает не менее 40 %. Роль прибыли, остающейся в распоряжении предприятий, в финансировании инвестиций снижается в связи с отменой инвестиционной льготы по налогу на нее. Все большая ее часть направляется в финансовые активы.

Возможности увеличения амортизационных отчислений зависят в первую очередь от объема используемых предприятием основных фондов, их качества. Так, в связи с ростом степени износа основных фондов сокращается и доля амортизационных отчислений в общей сумме инвестиций в основной капитал. Поэтому и значение средств амортизационного фонда как источника финансирования затрат на приобретение нового оборудования снижается.

Таким образом, сложилась парадоксальная ситуация. С одной стороны, в своей инвестиционной деятельности большинство предприятий вынуждены ориентироваться в значительной мере на собственные средства, поскольку возможности финансового рынка как источника привлечения инвестиционных ресурсов ограничены. Об этом мы скажем чуть ниже. С другой стороны, рост убытков свидетельствует о дефиците собственных средств предприятий. Фактически собственных средств достаточно лишь для финансирования оборотных активов. Но их явно не хватает для воспроизводства продукции.

Как показывают различные опросы руководителей предприятий, они испытывают значительный дефицит собственных средств. Так, во время опроса, проводимого Институтом экономической политики им. Е.Т. Гайдара, нехватку собственных финансовых средств назвали 68 % респондентов [8]. В связи с этим значительная роль в финансировании инвестиций отводится привлеченным источникам (см. табл.).

В общей сумме привлеченных финансовых средств остается высокой доля бюджетного финансирования. Но приведенные статистические данные не должны вводить читателей в заблуждение. Для того чтобы государство с помощью бюджетных средств могло поддерживать инвестиционную деятельность в стране

(например, через механизм государственно-частного партнерства), бюджет России должен находиться на уровне примерно 50 % ВВП (сейчас он составляет чуть более 20 %). Обязательства федерального бюджета по финансированию ФЦП (млрд руб.): 2008 г. — 828,5 (фактически 710,8), 2010 г. — 1 248,4 (планировалось 802,3), 2012 г. — 1 361,6 (562,9) [11]. На национальную экономику в федеральном бюджете на 2013 г. планировалось потратить 1849,3 млрд руб., реально в инвестиции в основной капитал было направлено 1325,5 млрд руб. [8]. В бюджете на 2015–2017 гг. вообще предусматривается сокращение государственных расходов по разделу «Национальная экономика» на 27 %. По оценке С. Алексащенко, сокращение государственных инвестиций на 2 трлн руб. эквивалентно потере 5 % ВВП России. На эту сумму не получают заказы предприятия [1].

В связи с этим актуальным представляется вопрос, в какой мере российский финансовый рынок можно рассматривать в качестве источника привлечения ресурсов в инвестиции.

Мировой опыт показывает, что финансовый рынок как организационно-институциональный механизм обеспечивает перемещение денежных средств между субъектами экономической деятельности, трансформацию сбережений в инвестиции, привлечение источников финансирования и распределение финансовых ресурсов среди различных отраслей реального сектора экономики. Кроме того, на финансовом рынке формируются условия для инвестиционной активности хозяйствующих субъектов, создается возможность хеджировать финансовые риски с помощью различных производных финансовых инструментов. Однако в России роль финансового рынка в финансировании инвестиций весьма ограничена. В настоящее время инструменты рынка капитала недостаточно используются для стимулирования экономического роста (см. табл.).

Среди других сегментов финансового рынка России банковский сектор выделяется более высоким уровнем своего развития. Его совокупные активы по отношению к ВВП на начало 2014 г. составили 80,6 %, что свидетельствует о приоритетных позициях кредитных организаций на финансовом рынке (пороговое значение — 80–100 %). Для сравнения этот показатель равен: в ФРГ — 178 %, Франции — 177 %, Южной Кореи — 123 %, США — 85 % (Банки.ру: финансовый информационный портал. URL: [www.banki.ru](http://www.banki.ru)). Собственный капитал банковского сектора на ту же дату — 10,6 % к ВВП и 12,3 % к активам. Среди действующих кредитных организаций преобладают банки с уставным капиталом свыше 150 млн руб. (74,4 %). С 1 января 2012 г. для действующих банков он увеличен до 180 млн руб. и до 300 млн руб. — с 2015 г. Пороговое значение показателя «отношение уставного капитала банков к ВВП» составляет не менее 10 % (в 2011 г. меньше 3 %) [13: с. 55].

В результате проводимой руководством Банка России расчистки банковской системы, по данным ЦБ РФ (на 01.01.2014 г.), в течение 2005–2013 гг. число кредитных организаций в России сократилось с 1258 до 923 в связи с объединением и присоединением банков, отзывом лицензий по разным причинам. Только за последние 5 лет было отозвано 182 лицензии. В результате

в России на 100 тыс. жителей приходится 26 банковских офисов (конечных точек продаж). Это меньше, чем в ряде других стран.

Отличительная черта российского рынка банковских услуг — доминирование банков с государственным участием. В уставных капиталах 26 банков свыше 50 % принадлежит государству. На их долю на 1 января 2014 г. приходится 51,4 % банков с иностранным участием — 15,3; крупных частных банков (200 крупнейших по величине активов банков, исключая первые две группы) — 28,8; региональных средних и малых банков — 4,3; небанковских кредитных организаций — 0,3 % активов банковского сектора. В совокупном капитале банковского сектора доля каждой из упомянутых групп кредитных организаций на ту же дату составила: 48,6, 17,3; 28,2; 5,6; 0,3 %. На долю 5 крупнейших банков с участием государства (Сбербанка, ВТБ, Газпромбанка, ВЭБ и Россельхозбанка) приходится 54,4 % совокупных активов банковского сектора, 59 % его совокупного капитала (Интерфакс ЦЭА: сайт. URL: <http://www.interfax.ru/world/388922>) [8]. В кредитовании корпоративного сектора на их долю приходится 62,8 %, в кредитовании физических лиц — 55,6 %, в привлечении депозитов физических лиц — 66,7 % (Тенденции развития банковской системы: архив 2012 г. // Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования: сайт. Аналитические записки (Денежно-кредитная сфера). URL: [www.forecast.ru](http://www.forecast.ru)). Примерно 34 % банков сконцентрировано в Московском регионе. Приводимые в дальнейшем показатели по банковской системе в значительной части касаются именно первых 20–30 банков и не в полной мере отражают реальное финансовое положение банковского сектора в целом.

Банки с государственным участием обладают значительными конкурентными преимуществами по сравнению с частными коммерческими банками. К таким преимуществам относятся возможность привлекать более дешевые пассивы, размещение в них бюджетных средств государственных и региональных органов власти и государственных компаний. Так, из общей суммы бюджетных средств и средств внебюджетных фондов, размещенных на счетах кредитных организаций, на первые 20 банков приходится более 50 %. К этой группе банков испытывают повышенное доверие население и инвесторы. Из-за более дешевого фондирования государственные банки могут предлагать и более дешевые кредиты. Здесь же аккумулируется и подавляющая часть ликвидности банковской системы.

Для большинства же коммерческих банков России сохраняются трудности повышения капитализации и ликвидности. Значит, ограничиваются кредитные возможности банковской системы, увеличивается их зависимость от внешних источников фондирования.

Многие российские банки нуждаются в дополнительной капитализации. Капитализация значительного числа кредитных организаций ниже установленного норматива, что ограничивает их участие в кредитовании реального сектора экономики. С 1 января 2012 г. минимально допустимый размер уставного капитала, как

уже было сказано выше, увеличен до 180 млн руб. и до 300 млн руб. — с 2015 г. Доля кредитных организаций с уставным капиталом свыше 300 млн руб. — 38,8 %. И это преимущественно 30 крупных банков из общего числа кредитных организации России. Существующими способами увеличения капитала в полной мере могут воспользоваться только крупные банки. Едва ли доступен весь набор инструментов для малых и средних банков. Например, им не под силу провести ПРО — оптимальный способ увеличения уставного капитала. Для этой группы банков сложно привлечь частных инвесторов. Примеры успешного вхождения фондов прямых инвестиций в капитал банковского сектора относятся прежде всего к крупным банкам. Банк России и Правительство РФ намерены поддержать устойчивость банковского сектора с учетом замедления российской экономики и возросших процентных и кредитных рисков. Государственная дума приняла в первом чтении правительственный проект закона, предусматривающий направление в капитал банков до 10 % средств Фонда национального благосостояния.

Необходимые условия для активной деятельности банков — достижение нормативного уровня достаточности капитала, наличие определенного «запаса» собственных средств, способного покрыть дополнительный рост резервов, связанный с накоплением новых рисков. Заметная часть коммерческих банков вплотную приблизилась к минимальным границам достаточности капитала. По данным ЦБ РФ, показатель достаточности капитала (Н1) в целом по банковскому сектору на 1 сентября 2008 г. составлял 14,5 %, на 1 ноября 2011 г. — 15,1 %, на 1 апреля 2012 г. — 14,6 %, на 1 июля 2013 г. — 13,5 % при минимально допустимых 10 % [15: с. 39]. Доля кредитных организаций, у которых Н1 находится на уровне 12 %, составляет примерно 35 % совокупных активов банковского сектора. У 30 крупнейших банков среднее значение норматива Н1 сейчас находится на уровне 14 %. В условиях замедления темпов роста ВВП многие из российских банков не имеют необходимых средств для выполнения более жестких требований к достаточности капитала. Доля собственных средств в общей сумме пассивов банков на протяжении последних нескольких лет снижается: на начало 2010 г. — 15,7 %, 2011 г. — 14 %, 2013 г. — 12,3 %, 2014 г. — 12,3 % (Тенденции развития банковской системы (архив) // Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования: сайт. URL: [www.forecast.ru](http://www.forecast.ru)). Одна из причин — тенденция к сокращению прибыли, остающейся в распоряжении банков. Так, ее размер уменьшился с 1012 млрд руб. в 2012 г. до 994 млрд руб. в 2013 г. Эта тенденция вызвана обязанностью банков отчислять часть получаемой прибыли в резервы в соответствии с размерами просроченной задолженности по розничным и корпоративным кредитам, предоставленным банками. За 2013 г. резервы на возможные потери по ссудам выросли примерно в 3 раза по сравнению с 2012 г. (Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2013 году. С. 98 // Центральный банк Российской Федерации: сайт. URL: [www.cbr.ru/publ/archive/root\\_get\\_blood.aspx?doc\\_id=9525](http://www.cbr.ru/publ/archive/root_get_blood.aspx?doc_id=9525)). Многие банки в настоящее время зарабатывают не столько на своих операциях,

сколько на изменении валютного курса рубля. Прибыль — это еще и источник прироста достаточности капитала банков. Банки осуществляют свои операции в определенной степени, используя прибыль, накопленную за предыдущий период. Например, дивидендные выплаты, которые за 2012 г. выросли более чем в 1,5 раза. Неслучайно руководство Банка России рекомендует владельцам банков докапитализировать их, а не забирать прибыль через дивиденды [4].

С конца 2013 г. в целом в банковском секторе России наблюдается дефицит ликвидности, вызванный влиянием ряда факторов.

Из общей суммы активов банков доля наличных денег сократилась с 2,9 % в 2012 г. до 2,6 % в 2013. Сумма средств коммерческих банков на корреспондентских счетах в кредитных организациях в течение этих двух лет практически не увеличилась. Такая же динамика отмечена и в отношении средств кредитных организаций на счетах в Банке России. По данным Банка России, на 12 декабря 2014 г. она составила 2101,5 млрд руб. В течение 2014 г. примерно в 2,5 раза сократился и объем внутрисдневных кредитов, предоставленных Банком России кредитным организациям (до 45 млрд руб.). Эта же тенденция отмечена и относительно динамики нетто-объема операций Банка России по предоставлению/абсорбированию ликвидности. К этому можно добавить рост дебиторской задолженности банкам за 2012–2013 гг. в 1,5 раза. Негативное влияние на дефицит ликвидности в банковском секторе оказали интервенции Банка России по поддержке валютного курса рубля. В течение 2014 г. на эти цели было потрачено более 80 млрд долл. Действия Банка России в условиях лихорадки на валютном рынке понятны. Но из экономики были изъяты почти 3 трлн руб. (Тенденции развития банковской системы (архив) // Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования: сайт. URL: [www.forecast.ru](http://www.forecast.ru)). При оценке ликвидности нельзя сбрасывать со счетов изменение наличных денег в обращении. По данным Банка России, темпы их роста по годам (в %) составили: 2007 г. — 34,5; 2008 г. — 6,16; 2009 г. — 5,7; 2010 г. — 25,1; 2011 г. — 19,2; 2012 г. — 11,2; 2013 г. — 8,3. Здесь же следует отметить, что коэффициент монетизации, т. е. отношение денежной массы в обращении к ВВП, равен всего 47,2 %. А это показатель достаточности денег в экономике.

Приведенные показатели подтверждают тезис о проблеме ликвидности для банковской системы. Поэтому деятельность коммерческих банков в экономике в решающей степени зависит от средств, привлеченных от организаций (на начало 2014 г. — 31 % от общей суммы пассивов), депозитов физических лиц (29,5 %), кредитов, депозитов и прочих средств, полученных от кредитных организаций (8,4 %), Банка России (7,7 %). Облигации, векселя и банковские акцепты составляют 3,9 % в общей сумме активов банковского сектора (Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2013 году. С. 98 // Центральный банк Российской Федерации: сайт. URL: [www.cbr.ru/publ/archive/root\\_get\\_blood.aspx?doc\\_id=9525](http://www.cbr.ru/publ/archive/root_get_blood.aspx?doc_id=9525)). Однако по данным

за 2013 г. темы прироста средств от корпоративных клиентов и физических лиц замедлились. А это — 60 % привлеченных средств. Клиентских денег явно недостаточно. В результате введения западных санкций против России банки столкнулись с серьезной проблемой получения доступа к внешним кредитам.

В условиях роста стоимости денежных средств, привлекаемых в банки, в последнее время среди источников формирования их пассивов повышается роль Банка России: с 4,8 % в 2010 г. до 9 % к 1 августа 2014 г. Основной канал рефинансирования банков Банком России — операции РЕПО и кредиты под активы и поручительства. Общая задолженность банков перед ЦБ РФ на 1 августа 2014 г. составила 5,6 трлн руб.

Характеризуя инвестиционный потенциал банковской системы, необходимо обратить внимание еще на одну особенность. Банковская система страны располагает преимущественно «короткими» деньгами. А для финансирования инвестиционных ссуд нужны долгосрочные источники фондирования. Возможность их привлечения весьма проблематична. Вклады населения в большинстве случаев рассчитаны на период до одного года (реже — до 3-х лет), и они аккумулируются преимущественно в крупных банках с государственным участием. Такая тенденция распространяется и на корпоративные кредиты. Да и Банк России для рефинансирования кредитных организаций предоставляет краткосрочные кредиты.

Не решает проблему пополнения банковских пассивов «длинными» деньгами принятое в апреле 2014 г. постановление совета директоров ЦБ РФ о предоставлении банкам долгосрочных кредитов под инвестиционные проекты. Во-первых, они предоставляются на срок до 3-х лет (ставка = ключевая ставка минус 1,5-процентный пункт, т. е. 15,5 % годовых). Максимальный размер эффективной ставки для конечного заемщика не должен превышать уровень ключевой ставки на 1-процентный пункт (18,5 %). Во-вторых, это решение Банка России фактически распространяется на крупнейшие банки. Для участия в этой программе собственных средств у банка должно быть не менее 100 млрд руб. У банка-соискателя должны быть не менее 10 инвестиционных кредитов на 3 млрд руб., соответствующее подразделение и квалифицированные сотрудники. Размер кредита для заемщика составляет от 1 млрд руб. до 20 млрд руб. [5].

Негативно отразится на будущем кредитовании инвестиционного процесса ужесточение денежно-кредитной политики, его ориентация на таргетирование инфляции. В декабре 2014 г. совет директоров Банка России в пятый раз за 2014 г. повысил ключевую ставку — до 10,5 % (11 декабря 2014 г.). В результате неизбежно повышение стоимости кредитов реальному сектору экономики. Правда, остается надежда и на повышение процентных ставок по банковским депозитам, что может способствовать привлечению денег в банки. По данным Банка России, средневзвешенные процентные ставки по кредитам в рублях нефинансовому сектору экономики выросли с 10,8 % в 2011 г. до 13,2 % в июле 2014 г. Но реально многие коммерческие банки предоставляют корпоративные кредиты на условиях 12, 15, 17 % годовых.

В этом случае столкнулись между собой определенные проблемы. Проблема увеличения ликвидности в банковском секторе обострилась в связи с введением экономических санкций со стороны США и стран ЕС. Существенно ограничен доступ к внешним источникам капитала. Неблагоприятные условия для развития банковской системы создают девальвация рубля и замедление экономического роста. Девальвация рубля стимулирует покупку банками иностранной валюты. Растет внешний долг банковского сектора: с 2011 г. по 2014 г. он увеличился с 162,8 млрд долл. до 208,9 млрд долл. (на 1 июля 2014 г.) (Тенденции развития банковской системы (архив) // Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования: сайт. URL: [www.forecast.ru](http://www.forecast.ru)). По имеющимся экспертным оценкам, накопленная ликвидность в иностранной валюте позволит банкам рефинансировать внешний долг со сроком погашения в 2015 г.

Не сложились стабильные деловые связи между банковской системой и реальным сектором экономики. Сохранение финансовых рисков, и прежде всего, связанных с высокой задолженностью хозяйствующих субъектов в условиях неясного финансового положения заемщиков перед коммерческими банками, сдерживает их желание увеличивать кредитование. Компании же реального сектора экономики в сложившихся финансово-экономических условиях демонстрируют весьма слабый спрос на кредиты. Из-за сузившихся инвестиционных намерений руководство многих предприятий и организаций считает, что пока не для чего особенно занимать. В 2014 г. сократилось количество кредитных заявок. Снизился и процент одобрения на банковские кредиты: в 2014 г. — не выше 60 %, крупными компаниями — не выше 50 %. В 2013 г. кредитные комитеты банков одобряли 90–95 % заявок [3].

В настоящее время опросы руководителей компаний демонстрируют четкое расслоение предприятий в отношении доступности кредитов в зависимости от размера предприятий. Крупные компании реального сектора в существенно большей степени удовлетворены доступностью кредитов, чем малые и средние предприятия.

Активизация инвестиционного процесса остро ставит вопрос развития российского фондового рынка в качестве важного элемента российской финансовой инфраструктуры. М. Любский отмечает, что «инфраструктура рынка ценных бумаг служит гарантом надежности инвестиций и, следовательно, ключевым элементом, обеспечивающим развитие фондового рынка. Рынок ценных бумаг характеризуется узостью, сосредоточением крупных пакетов акций в нескольких компаниях, низкой капитализацией, небольшим числом участников, слаборазвитой инфраструктурой, низкой информационной и инвестиционной эффективностью». Такое положение определяет низкую инвестиционную эффективность российского фондового рынка, т. е. степень использования его возможностей для финансирования инвестиций в реальный сектор экономики [10].

Фондовый же рынок России развивается обособленно от развития экономики. Отсутствует взаимосвязь фондового рынка и реального сектора экономики из-за спекулятивного характера фондового рынка. В условиях растущих геополитических рисков и ожидания дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики Банка России инвесторы не проявляют интереса к вложению средств в облигации. Обречены на провал попытки разместить облигации на зарубежных рынках. На внешнем рынке для российских эмитентов сложилась плачевная ситуация: речь идет о его возможном тотальном закрытии для них. Усугубляет драматическую ситуацию в финансовом секторе России введенный запрет резидентам стран, поддерживавшим санкции, приобретать любые долговые обязательства и ценные бумаги российских банков, в которых доля государства превышает 50 %, на срок более 30 дней. Российские хозяйствующие субъекты (преимущественно компании первого эшелона) привлекают с фондового рынка относительно небольшую часть инвестиционных ресурсов. Склонность большинства населения либо тратить деньги на текущее потребление, либо приобретать недвижимое имущество, но не доверять сбережения банкам и другим финансовым институтам, не покупать акции и облигации частных и государственных компаний — это оценка населением высоких институциональных рисков в России.

Поэтому фондовый рынок России не стал сколько-нибудь надежным источником привлечения денег в инвестиции. Реальный потенциал фондового рынка удовлетворяет небольшую часть потребности экономики в инвестиционных ресурсах для экономического роста. В целом финансовый сектор России не способен удовлетворять в полной мере рост отечественной экономики. Многие эксперты не исключают, что ЦБ может пойти на более выгодное финансирование банковского сектора, на отсрочку платежей и частичную покупку долговых обязательств на внутреннем рынке. Узость финансового рынка объясняет наличие дефицита «длинных» денег, что порождает серьезные проблемы с финансированием инвестиционной деятельности в стране.

Дополнив ресурсы фондового рынка в виде частных размещений банковскими кредитами, мы получим общий вклад в финансирование инвестиций в основной капитал на уровне 10–12 %, в том числе на долю частных корпоративных эмиссий приходится чуть более 3 % общей суммы инвестиций [6].

Для реального сектора экономики имеют стратегическое значение инструменты для привлечения финансовых инструментов в нефинансовые активы компании: инвестиции в основной капитал, инвестиции в нематериальные активы, инвестиции в прирост материальных оборотных средств и других нефинансовых активов, затраты на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические работы. Менеджмент компаний озабочен поиском источников финансирования инвестиционной деятельности, принимая во внимание стоимость привлекаемых с различных сегментов финансового рынка средств и состояние финансового рынка и его институциональной базы, изменчивость его конъюнктуры.

На рынке ценных бумаг преобладают примерно 1,5 десятка крупнейших корпораций — «голубых фишек». Доля индивидуальных инвесторов весьма незначительна. Незаметна и роль страховых компаний и пенсионных фондов. Капитализация финансового рынка к ВВП — 41 % против 119 % и 116 % соответственно в Великобритании и США [12].

Финансово-инвестиционный потенциал экономики страны в значительной мере определяется и сложившимся соотношением между нормой сбережения и нормой накопления в основной капитал. Сбережения — один из источников банковских ресурсов. Норма сбережений показывает, какая доля текущего дохода не расходуется на приобретение потребительских товаров и услуг. Предельную величину инвестиций в основной капитал за счет национальных ресурсов определяет валовое сбережение как один из основных источников «длинных» денег, направляемых на инвестиции.

В России в течение 2000-х гг. в среднем за год доля валовых сбережений в ВВП — около 30 % ВВП. Этот достаточно солидный резерв ресурсов для инвестирования остается выше доли накоплений в ВВП (24 % ВВП). Норма инвестиций — на уровне 20 % ВВП. Налицо очевидная несбалансированность валового сбережения, валового накопления и инвестиций в основной капитал, что свидетельствует о невысокой склонности к инвестированию. В течение 2005–2013 гг. в среднем за год в инвестиции трансформировалось 72 % сбережений. Но из этих 72 % сбережений преобладающая часть идет не в реальный сектор экономики, а представляет собой вложения в финансовые активы в целях быстрого получения прибыли. Из-за неопределенности в экономике 28 % сбережений вывозится за границу, хранится у населения в наличной форме, расходуется на потребление. Таким образом, налицо недоиспользование потенциала валовых сбережений страны в интересах развития и структуризации реального сектора экономики страны. Для страны с падающими темпами роста ВВП, отсталой инфраструктурой экономики на данном этапе необходима более высокая норма накопления. В экономике Китая норма накопления основного капитала поддерживается на уровне 38 % ВВП, что в значительной степени обеспечивает относительно высокие среднегодовые темпы роста (около 9 %) [9].

Объем сбережений определяется текущими и накопленными доходами хозяйствующих субъектов, финансовым результатом деятельности компаний и потребительскими решениями домохозяйств, динамикой реальных доходов населения и уровнем инфляции, депозитными ставками банков. Почти половина населения имеет доход ниже среднего. Население из-за высоких инфляционных ожиданий не только не стремится накапливать сбережения, но даже предпочитает получение потребительских кредитов.

На протяжении 2000-х гг. в России отношение валовых сбережений к валовым накоплениям составило: в 2000 г. — почти 2 раза, в 2005 г. — 1,6, 2006 г. — 1,5, 2007 г. — 1,3, в 2008 г. — 1,24 раза [13]. Если же сравнить

сбережения с накоплением в основной капитал (исключив объемы изменения материальных запасов), превышение сбережений будет еще значительней: в среднем за 2000-е гг. — в 1,7 раза.

В целом сложившиеся соотношения между сбережениями, накоплением и инвестициями в основной капитал можно объяснить следующими причинами. Во-первых, уровень накопления в структуре ВВП определяется монетизацией ВВП. В России, как мы уже отмечали, этот показатель ниже порога безопасности (50 %). Объем денежной массы в российской экономике недостаточен для увеличения накопления. Не прекращается дискуссия экономистов разных направлений вокруг вопроса: много или мало денег в экономике России. Для оценки уровня обеспечения экономики денежной массой обратимся к коэффициенту монетизации экономики. Этот интегральный показатель, отражающий доверие экономических агентов к национальной валюте, характеризует объем реальной денежной массы, степень кредитной активности, возможности хозяйствующих субъектов заимствовать деньги на внутреннем финансовом рынке, финансировать инвестиционные проекты, привлекать инвестиции в реальный сектор экономики, в целом решать задачи социально-экономического развития страны.

Во-вторых, ограничены возможности финансового рынка трансформировать сбережения в инвестиции. С этим не справляются ни механизм банковского сектора, ни механизм рынка ценных бумаг.

В-третьих, в стране не сложилась достаточно привлекательная предпринимательская среда, которая стимулировала бы инвестиционную активность бизнеса, создавала бы условия для реализации выгодных проектов.

Принципиальное значение имеет временная структура сбережений. Реальным источником инвестиций в основной капитал остаются сбережения среднесрочного и долгосрочного характера. Это преимущественно долгосрочные депозиты со сроком от одного года, а также вложения в корпоративные облигации и акции. Их доля в общем объеме сбережений мала. Сбережения же краткосрочного характера в форме банковских депозитов и других краткосрочных активов не могут рассматриваться как потенциальный источник инвестиций.

1. При оценке объема денежной массы не учитываются деньги, находящиеся на руках населения. Но это — наличные деньги, которые, кстати говоря, используются как средство сбережения и в деловой оборот не поступают. Часть этих денег используется преимущественно для обслуживания «теневой» экономики и не находит своего отражения в официальной статистике ВВП. Правда, некоторая часть этих денег «используется для обслуживания операций, отражаемых в официальном ВВП; однако регистрируемая сумма таких операций занижена (прежде всего, операции с недвижимостью)» [7].

Для оценки инвестиционного потенциала экономики необходимо учитывать не только величину коэффициента монетизации. Существенное значение с этой точки зрения имеет и структура денежной массы: соотношение между наличным и безналичным оборотом. В России этот показатель в среднем составляет 31 % (в странах с развитой рыночной экономикой — всего несколько процентов). Безналичный оборот включает в себя преимущественно «длинные» деньги, которые аккумулированы в банковской системе, в долгосрочных ценных бумагах и т. д. «Длинные» деньги — это, по существу, инвестиционные деньги. Потребности экономики в долгосрочных инвестициях объясняются тем, что вложения в основной капитал в России начинают приносить доход не ранее чем через 7–8 лет. «Короткие» деньги, представленные наличными деньгами, обслуживают текущий товарно-денежный оборот и используются, как правило, на приобретение оборотных средств.

Эмиссионное финансирование под крупные инвестиционные проекты и стратегические цели развития бизнеса не является массовым. Даже крупные публичные размещения далеко не всегда связаны с инвестированием в развитие бизнеса, а преследуют цели реинвестирования долга, корпоративного контроля, распределения капитала среди акционеров. По стоимости новые эмиссии составляют  $\frac{1}{4}$  объема инвестиций. Вряд ли можно говорить о реальном значительном участии средств, полученных от новых эмиссий в финансировании инвестиций компаний. Привлеченные средства используются не только на реальные инвестиции, но и на рефинансирование, реструктуризацию бизнеса, финансовые вложения, включая слияния и поглощение. В целом по экономике с помощью инструментов фондового рынка финансируется небольшое число стратегических проектов. В условиях закрытых долговых внешних рынков растет цена заимствований российскими компаниями на внутреннем рынке капитала. Спрос на корпоративные облигации ограничен. Внутренний рынок не может заменить внешний рынок. Рынок столкнулся с дефицитом ликвидности. Основные покупатели ценных бумаг — банки. Инвестиционные возможности пенсионных фондов весьма ограничены. Средства накоплений за 2013 г. (примерно 500 млрд руб.) им до сих пор не перечислены. Новые накопления не формируются ни в 2014 г., ни в 2015 г. Следствием приостановки перечисления пенсионных средств в условиях закрытых внешних рынков может стать рост дефицита долгосрочных инвестиций на внутреннем финансовом рынке. А это приведет к дальнейшему удорожанию внутренних источников фондирования.

Особого внимания заслуживают возможности использования иностранного капитала в качестве источника капиталовложений. По данным Росстата, поступления иностранных инвестиций в экономику России составили (млрд долл.): 2000 г. — 10,9; 2001 г. — 14,2; 2002 г. — 19,8; 2003 г. — 29,7; 2004 г. — 40,5; 2005 г. — 53,6; 2006 г. — 55,1; 2007 г. — 120,9; 2008 г. — 103,8; 2009 г. — 81,9; 2010 г. — 114,7; 2011 г. — 190,6; 2012 г. — 154,6; 2013 г. — 170,2. В среднем

за год в течение 2000–2013 гг. в Россию поступало 74,1 млрд долл. иностранных инвестиций (по данным организаций, представивших статистическую отчетность, без учета органов денежно-кредитного регулирования, коммерческих банков, включая рублевые поступления, пересчитанные в доллары США). Отметим, что целесообразность привлечения иностранных компаний в экономику России очевидна, но как дополнение к отечественным инвестициям. Вопрос в том, в каких формах иностранный капитал поступает в российскую экономику. В структуре накопленных иностранных инвестиций преобладают прочие инвестиции, преимущественно в форме торговых и прочих краткосрочных кредитов. В общей сумме их притока доля прямых иностранных инвестиций (ПИИ) составила в 2011 г. 9,6 %, 2012 г. — 12,1 %; портфельных инвестиций — 0,4 % и 1,2 %, прочих инвестиций — 90 % и 86,7 % соответственно. В Россию идут в основном кредиты и спекулятивные капиталы.

Прямые капиталовложения стратегически более оправданны, менее подвержены последствиям кризисов, нежели портфельные инвестиции или банковские займы. Иностранные компании располагают значительными финансовыми и материальными ресурсами, богатым управленческим опытом. Вкладывая капитал в реальный сектор российской экономики, они приносят более качественное оборудование, машины, другую технику, апробированные технологии производства и управления, знания, информацию, создают новые рабочие места. Тем самым иностранный капитал объективно вносит определенный вклад в обновление технической и технологической базы российской экономики, в ее модернизацию. Прямые иностранные инвестиции при определенных условиях косвенно могут способствовать наращиванию национального инвестиционного потенциала. Например, через стимулирование производственной деятельности на национальных предприятиях, связанных производственно-хозяйственными отношениями с объектом прямых иностранных инвестиций. Косвенное позитивное влияние прямых иностранных инвестиций может иметь место также в случае уплаты предприятием — объектом инвестирования налогов в бюджет принимающей страны (при условии последующего использования уплаченных налогов для финансирования капитальных вложений).

Но приток иностранного капитала в российскую экономику несет с собой и определенную опасность. Крайне серьезной проблемой влияния иностранных инвестиций на национальный инвестиционный капитал является степень контроля над национальной экономикой. Установление эффективного контроля тех или иных инвесторов над конкретными предприятиями означает автоматически установление столь же эффективного контроля над инвестиционными потенциалами этих предприятий (амортизационные отчисления плюс прибыль после налогообложения). Очевидно, что посредством прямых инвестиций иностранный инвестор получает такой контроль по определению. Значительная часть прямых инвестиций в экономику России не связана с созданием новых основных фондов или их технической реконструкцией,

а представляет собой приобретение существующих производственных мощностей. Это неизбежно усиливает контроль нерезидентов над российской экономикой и ослабляет национальный инвестиционный потенциал.

Необходимо также учитывать, что нередко иностранные инвестиции используются как важный элемент схем по выводу капитала из России. Займы и спекулятивные деньги составляют 73 % общей суммы иностранных инвестиций. По имеющимся оценкам, 50–70 % средств, обращающихся на российской бирже, — деньги зарубежных инвесторов. А они, как известно, в периоды нестабильности выводят их с развивающихся рынков. Это относится и к деятельности различных инвестиционных фондов, ориентированных на инвестирование в экономику России. Их поведение на российском рынке убедительно доказывает всю ненадежность поступающих от них финансовых ресурсов. Они сильно зависят от новостного фона страны, политических рисков, динамики экономического роста. Отток капитала из международных инвестиционных фондов может происходить, несмотря на высокие цены на нефть и низкую стоимость акций российских компаний. Глобальные инвесторы настороженно относятся ко всем активам с высокими рисками, остерегаются брать на себя повышенный риск вложений в страновые фонды и остаются верными более безопасным стратегиям.

Поэтому основной источник обеспечения соответствующих темпов экономического роста — средства, мобилизуемые с отечественного финансового рынка, а также зарабатываемые самими предприятиями. Для обеспечения инвестиционного процесса финансовыми средствами в существенном совершенствовании нуждается механизм трансформации сбережений в инвестиции, ориентации денежного потока в реальный сектор экономики. Задача государства — способствовать заинтересованности предприятий вкладывать имеющиеся у них финансовые средства в основной капитал, ограничивая свою спекулятивную деятельность на финансовом рынке. Пока текущая экономическая и денежно-кредитная политика государства действует в прямо противоположном направлении: неблагоприятный деловой климат, ограничение доступа основного числа предприятий к кредитным ресурсам банков, снижение потребительского и инвестиционного спроса и т. п.

### *Литература*

1. *Алексащенко С.* Сокращение будущего // *Ведомости*. 2009. 24 июня. С. 4.
2. БАНК: Тематическое приложение к газете «Коммерсант». 2012. 6 июня. С. 18 // Центральный банк Российской Федерации: сайт. URL: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)
3. *Биянова Н., Борисяк Д.* Время собирать деньги // *Ведомости*. 2011. 15 июля. С. 9.
4. *Воронова Т.* В капитал, а не в карман // *Ведомости*. 2013. 26 декабря. С. 10.
5. *Воронова Т., Борисяк Д.* Кредит капитально подорожал // *Ведомости*. 2014. 27 августа. С. 10.
6. *Дворецкая А.* Ресурсы рынка капитала как источник финансирования реального сектора экономики // *Вопросы экономики*. 2007. № 11. С. 92–103.

7. *Ершов М.* Об источниках «длинных денег» в экономике // Общество и экономика. 2003. № 9. С. 135–148.
8. *Кувшинова О.* Не в росте счастье // Ведомости. 2013. 31 января. С. 4.
9. *Кучуков Р.* Модернизация экономики: проблемы, задачи // Экономист. 2010. № 1. С. 20–29.
10. *Любский М.С.* Модернизация экономики стран СНГ и взаимодействие их финансовых рынков // Вопросы экономики и права. 2010. № 11. 121 с. С. 245–250.
11. *Письменная Е., Чечель А.* Неукротимые расходы // Ведомости. 2010. 23 июня.
12. *Семернина Ю.В., Колесников А.О.* Анализ тенденций развития российского фондового рынка // Экономический анализ: теория и практика. 2013. № 11. С. 32.
13. *Сенчагов В.* Модернизация финансовой сферы // Вопросы экономики. 2011. № 3. С. 53–64.
14. *Шестопал О.* ЦБ дал банкам капитальные рекомендации // Коммерсант. 2011. 30 ноября. С. 10.
15. *Яковенко Д.* Кредитные заморозки на подходе // Эксперт. 2014. № 40. С. 38–41.

### *Literatura*

1. *Aleksashenko S.* Sokrashenie budushhego // Vedomosti. 2009. 24 iyunya. S. 4.
2. BANK: Tematicheskoe prilozhenie k gazete «Kommersant». 2012. 6 iyunya. S. 18 // Central'ny'j bank Rossijskoj Federacii: sajt. URL: www.cbr.ru.
3. *Biyanova N., Borisyak D.* Vremya sobirat' den'gi // Vedomosti. 2011. 15 iyulya. S. 9.
4. *Voronova T.* V kapital, a ne v karman // Vedomosti. 2013. 26 dekabrya. S. 10.
5. *Voronova T., Borisyak D.* Kredit kapital'no podorozhal // Vedomosti. 2014. 27 avgusta. S. 10.
6. *Dvoreczkaya A.* Resursy' ry'nka kapitala kak istochnik finansirovaniya real'nogo sektora e'konomiki // Voprosy' e'konomiki. 2007. № 11. S. 92–103.
7. *Ershov M.* Ob istochnikax «dlinny'x deneg» v e'konomike // Obshhestvo i e'konomika. 2003. № 9. S. 135–148.
8. *Kuvshinova O.* Ne v roste schast'e // Vedomosti. 2013. 31 yanvarya. S. 4.
9. *Kuchukov R.* Modernizaciya e'konomiki: problemy', zadachi // E'konomist. 2010. № 1. S. 20–29.
11. *Lyubskij M.S.* Modernizaciya e'konomiki stran SNG i vzaimodejstvie ih finansovy'x ry'nkov // Voprosy' e'konomiki i prava. 2010. №11. 121 s. S. 245–250.
12. *Pis'mennaya E., Chechel' A.* Neukrotimy'e rasxody' // Vedomosti. 2010. 23 iyunya.
13. *Semernina Yu.V., Kolesnikov A.O.* Analiz tendencij razvitiya rossijskogo fondovogo ry'nka // E'konomicheskij analiz: teoriya i praktika. 2013. № 11. S. 32.
14. *Senchagov V.* Modernizaciya finansovoj sfery' // Voprosy' e'konomiki. 2011. № 3. S. 53–64.
15. *Shestopal O.* CB dal bankam kapital'ny'e rekomendacii // Kommersant. 2011. 30 noyabrya. S. 10.
16. *Yakovenko D.* Kreditny'e zamorozki na podxode // E'kspert. 2014. № 40. S. 38–41.

---

*E. Ya. Schejnin*

**Finance and Investment Potential of the Russian Economy**

The article presents the analysis of the economic situation in the country, and also of the financial potential of the Russian economy determining the directions of modernization of material and technical base of economy.

*Keywords:* investments; investment climate; investment attractiveness; investment potential.