

V.E. Krolivetskaya, I.P. Leontyeva

DEVELOPMENT OF MECHANISMS OF ATTRACTING INVESTMENT RESOURCES IN RUSSIAN FEDERATION

Valeria Krolivetskaya – Head of the Department of Finance and Credit, State Institute of Economics, Finance, Law and Technology, Doctor of Economics, associate professor, Gatchina; **e-mail: mail26@yandex.ru.**

Irina Leontyeva – senior lecturer, the Department of Banks, Financial Markets and Insurance, St. Petersburg State University of Economics, PhD in Economics, St. Petersburg; **e-mail: leoni64@mail.ru.**

We systemize the possibilities to develop the mechanisms of attracting investment to real sector. We pose the main directions of transforming the monetary policy of the Bank of Russia and deposit-credit policy of commercial banks to establish a long-term resource base for investment. We suggest schemes to optimize the proportion between private and government investment offering a wider use of financial market opportunities.

Keywords: *monetary policy; mechanisms of creating resource base; investment credits; revenue-yielding bonds; infrastructure mortgage; project finance factory.*

В.Э. Кроливецкая, И.П. Леонтьева

РАЗВИТИЕ МЕХАНИЗМОВ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕСУРСОВ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Валерия Эдуардовна Кроливецкая – зав. кафедрой финансов и кредита, Государственный институт экономики, финансов, права и технологий, доктор экономических наук, доцент, г. Гатчина; **e-mail: mail26@yandex.ru.**

Ирина Петровна Леонтьева – доцент кафедры банков, финансовых рынков и страхования Санкт-Петербургского государственного экономического университета, кандидат экономических наук, г. Санкт-Петербург; **e-mail: leoni64@mail.ru.**

В статье систематизированы возможности развития механизмов привлечения инвестиционных ресурсов в реальную экономику. Сформулированы основные направления трансформации монетарной политики Банка России и депозитно-кредитной политики коммерческих банков с целью формирования долгосрочной ресурсной базы для инвестиций. Предложены схемы оптимизации пропорций между частными и государственными инвестициями, позволяющие шире использовать возможности финансового рынка.

Ключевые слова: *монетарная политика; механизмы формирования ресурсной базы; инвестиционные кредиты; инфраструктурные облигации; инфраструктурная ипотека; фабрика проектного финансирования.*

Инвестиции – главный фактор роста российской экономики. Поэтому от того, насколько банковская система и финансовый рынок способны генерировать инвестиции в реальную экономику, будут зависеть темпы экономического роста, которые должны быть существенно выше прогнозируемых (4–5% вместо 1,2–1,7%),

чтобы достичь целевых показателей развития страны к 2024 году.

Ключевым фактором увеличения возможностей привлечения инвестиционных ресурсов в реальный сектор может стать повышение уровня монетизации экономики. Так, эмпирические исследования с использованием российских статистических

данных [6], а также анализ факторов ускорения национальных экономик других стран [5] доказывают, что рост монетизации ВВП стимулирует экономический рост, поскольку, с одной стороны, способствует активизации долгосрочного банковского кредитования вследствие роста спроса на кредиты со стороны предприятий реального сектора, с другой – стимулирует увеличение рыночной капитализации компаний, то есть, обеспечивает рост инвестиций в основной капитал за счет привлеченных и собственных средств.

Уровень монетизации российской экономики недостаточен, причем за последний год он снизился с 44 до 42%, главным образом вследствие проводимой Банком России достаточно жесткой денежно-кредитной политики, характеризующейся высокими процентными ставками и способствующей ограничению денежного предложения и кредитной активности коммерческих банков.

Считаем, что вектор монетарной политики следует менять, поскольку российский опыт двух последних десятилетий показывает, что в силу преимущественного действия немонетарных факторов инфляции увеличение денежного предложения оказывает слабое влияние на динамику цен, но при этом стимулирует экономический рост. Так, в 2006–2007 гг. вследствие роста денежной массы (более 40% в год) имела место позитивная динамика прироста как ВВП (8,2 и 8,5%), так и инвестиций в основной капитал российских предприятий (17,8 и 23,8%), в то время как сокращение денежного предложения в 2008 г. спровоцировало снижение темпов роста ВВП и падение инвестиционной активности в период 2008–2010 гг.¹ При этом в периоды роста денежной массы темпы инфляции снижались, в период существенного денежного сжатия – напротив, росли.

В этой связи заслуживают внимания предложения отдельных экономистов сменить режим таргетирования инфляции на режим таргетирования экономического

роста [1]. Трансформация монетарной политики требует стимулирования кредитного и фондового каналов эмиссии денег, которые в настоящее время составляют только 9,1% и 2,5%². Опыт ФРС и ЕЦБ свидетельствует, что такая эмиссия денег позволяет сформировать долгосрочное денежное предложение со стороны регулятора и обеспечить его адресное направление на кредитование инвестиционных проектов [4].

Механизмы формирования ресурсной базы могут быть различными: Банк России может покупать в свой портфель больше государственных долгосрочных облигаций или использовать средства Фонда национального благосостояния (ФНБ). Важно, чтобы средства, привлеченные банками от Центробанка, направлялись на цели кредитования конкретных заемщиков, что возможно в том случае, если обеспечением по кредитам Центрального банка выступают нерыночные активы.

При этом процентная ставка за использование денег Центрального банка должна быть низкой (4–5%), поскольку опыт долгосрочного кредитования Банком России в 2015–2018 гг. приоритетных отраслей под 6,5–8,5% свидетельствует о том, что кредитные ресурсы были недостаточно востребованы заемщиками³ в силу того, что средний уровень рентабельности активов в промышленности ниже стоимости кредитов (в 2018 г. он составил только 6,4%).

Снижение процентной ставки как для банков-кредиторов, так и для конечных заемщиков возможно вследствие снижения ключевой ставки⁴, а также применения механизма компенсации части процентной ставки по средне- и долгосрочным кредитам (возможно, за счет средств Фонда национального благосостояния РФ), что менее затратно и существенно

² Рассчитано на основе баланса Банка России.

³ Только около 300 из 955 млрд руб., выделенных на эти цели из средств Фонда национального благосостояния РФ.

⁴ Полагаем, что с учетом прогноза Банка России по инфляции в 4% к началу 2020 г. ключевая ставка может быть снижена до 6–6,5%.

¹ В 2009 г. ВВП понизился на 7,8%, в 2010 г. – на 13,5%.

более эффективно, чем выделение средств собственно на инвестиционное кредитование.

Поскольку именно банки являются на российском рынке основными поставщиками заемного капитала⁵, их важнейшая задача – рост объемов инвестиционного кредитования. Поэтому помимо роста монетизации для повышения доли банковского кредита в финансировании инвестиций в основной капитал (с нынешних 11,2% до оптимальных 20–25%) следует повысить отношение размера кредитов частному сектору к ВВП. Сегодня кредиты частному сектору (предприятиям и населению) составляют 50,9% ВВП, в т.ч. только кредиты предприятиям 36,8% ВВП⁶. Однако, согласно исследованиям Банка России [3], оптимальным уровнем развития российского рынка кредитов частному сектору можно считать 84% ВВП, это сформирует не только устойчивый экономический рост, но и позволит избежать ценовой и финансовой нестабильности.

Решение этой задачи требует трансформации депозитно-кредитной политики коммерческих банков. Во-первых, банкам следует укреплять долгосрочную ресурсную базу за счет депозитов населения, которые сегодня составляют более 28,5 трлн руб. (27,6% ВВП), проводя более взвешенную депозитную политику, направленную на удлинение сроков депозитов, предлагая более высокие процентные ставки по депозитам сроком более 3 лет и повышая привлекательность банковских сертификатов. Сегодня явно прослеживается слабая заинтересованность банков в увеличении сроков привлечения средств населения. Так, на начало 2019 г. ставки по депозитам населения сроком от 1 до 3 лет (6,94%) были выше, чем по 3-х-летним (6,09%), при этом они ниже, чем ставки по депозитам юридических лиц той же срочности (7,14%). Объем эмиссии

банковских сертификатов снизился за 2018 г. с более чем 900 до 217 млрд руб., выпуск сертификатов сроком выше 3 лет составляет менее 10 млрд руб.

В результате только пятая часть инвестиционных кредитов российских банков обеспечена ресурсами той же срочности (кредиты сроком свыше 3 лет в рублевом корпоративном кредитном портфеле составили 12,5 трлн руб. (45,5%), в то время как рублевые депозиты населения той же срочности – только 0,9 трлн руб. (4%), юридических лиц – 1,8 трлн руб. (12,9%), суммарно – 2,7 трлн руб. (21,6%). Несмотря на то, что в целом в банковском секторе наблюдается профицит ликвидности, постоянный значительный разрыв в сроках привлечения и размещения кредитных ресурсов формирует высокий риск утраты ликвидности коммерческими банками.

Во-вторых, на наш взгляд, следует повысить заинтересованность банков в увеличении кредитного портфеля экономики. Достижению этой цели могут способствовать: пересмотр регулятором требований по формированию резервов по ссудам корпоративным клиентам (что снизит затраты банков по активным операциям); снижение ключевой ставки (результатом чего станет не только рост спроса на кредиты со стороны предприятий, но и снижение доходности операций межбанковского кредитования и размещения средств на депозиты в Банке России⁷, что высвободит дополнительные ресурсы для кредитования и будет способствовать оптимизации бизнес-модели банков).

Для роста инвестиционной активности требуется также развитие механизмов, оптимизирующих пропорции между частными и государственными инвестициями и позволяющих шире использовать возможности финансового рынка. В частности, речь идет о механизме концессий (на основе концессионных соглашений и специальных инвестиционных контрактов),

⁵ На конец 2018 года активы российских банков составили 91,4% ВВП, в то время как активы институтов коллективного инвестирования (ПИФ, НПФ и страховых компаний) только 9,7% ВВП.

⁶ Здесь и далее использованы данные Статистического бюллетеня Банка России. 2019. № 4.

⁷ В 2017 г. около трети российских банков направляли более 20% свободных ресурсов на эти цели [2].

позволяющем привлечь средства частных инвесторов, реализующих инвестиционный проект за свой счет, а затем получающих готовый объект в распоряжение на определенный срок⁸. В течение 2015–2019 гг. заключено 205 концессионных проектов на сумму 1236,3 млрд руб. Данный механизм позволяет привлекать средства на финансовом рынке посредством выпуска инфраструктурных облигаций, обеспеченных будущими доходами от проектов, которые размещаются преимущественно среди институциональных инвесторов. Сегодня на рынке обращаются 28 выпусков облигаций десяти эмитентов объемом 87,5 млрд руб.⁹. Поскольку облигации, как правило, выпускаются под гарантии государства либо ВЭБа как государственного института развития, они включаются в Ломбардный список Банка России и имеют спрос у инвесторов.

Вместе с тем, правовое регулирование и механизмы реализации данных инструментов требуют доработки. В частности, в России законодательно закреплённого понятия концессионных облигаций не существует¹⁰. Кроме того, нет ясности по источникам формирования и текущему объёму Фонда развития, за счет средств которого предполагается финансировать (в форме льготного кредитования, в т.ч. концессионеров) ключевые инвестиционные проекты в сфере цифровой экономики, поддержки экспорта, малого и среднего предпринимательства.

Обеспечить дополнительный приток частных капиталовложений в реализуемые инвестиционные проекты призваны два новых механизма: инфраструктурная ипотека и фабрика проектного финансирования.

Инфраструктурная ипотека предполагает формирование механизма кредитования частными инвесторами проектов по строительству инфраструктурного объекта (в развитие схем государственно-частного партнерства на базе концессий). Инвесторы при этом получают гарантированный ежегодный доход, для обеспечения платежей по «инфраструктурной ипотеке» предполагается использование механизма государственных гарантий через Суверенный фонд развития инфраструктуры (СФРИ). Это позволит повысить ее привлекательность для инвесторов и кредиторов, поскольку снижает риски по возврату капитальных вложений, а государство получает возможность платить за инфраструктурные объекты в рассрочку, тем самым увеличивая общий объем инвестиций. Однако несмотря на то, что «дорожная карта» по инфраструктурной ипотеке уже утверждена, перспективы этого инструмента пока неясны, поскольку нет единства взглядов ключевых министерств по поводу механизмов формирования и использования СФРИ.

Фабрика проектного финансирования реализуется через ВЭБ, в ее основе – механизм синдицированного кредитования проектов. Через «фабрику» финансируются проекты в соотношении 20% (собственные средства инициатора проекта) к 80% (заемные средства, синдицированные через облигационные транши для снижения риска участников проекта). Проект должен реализовываться в России в рамках шести отраслей: промышленность высоких пределов, охрана окружающей среды, инфраструктура, несырьевой экспорт, инновации и оборонно-промышленный комплекс. Затраты на реализацию проекта – не менее 3 млрд руб. Срок финансирования – не более 15 лет.

«Фабрика» занимается отбором, подготовкой проектов, структурированием облигационной схемы заимствования ресурсов под проект и последующим его мониторингом. Задача ВЭБ – привлечение в проект максимально широкого круга институциональных инвесторов на финансовом рынке. Пока подписаны только первые соглашения о реализации проектов на

⁸ Срок концессии не должен превышать 49 лет, но в среднем составляет 22 года, что соответствует срокам окупаемости проектов.

⁹ Что следует из Базы данных ИНВЕСТИНФРА. URL: <https://db.investinfra.ru/> (дата обращения: 03.05.2019).

¹⁰ Проект Федерального закона «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций» был подготовлен ФКЦБ еще в 2009 г., но закон так и не принят.

сумму 180 млрд руб., в перспективе ВЭБ предполагает привлечь через этот механизм до 1 трлн руб.

Безусловно, разработка и принятие полноценной нормативной базы способствовали бы более широкому использованию таких механизмов для привлечения частных инвестиций на финансовом рынке. Так, дополнительные гарантии частному капиталу призван дать подготовленный Минфином Российской Федерации законопроект «О защите и поощрении капиталовложений и развитии инвестиционной деятельности в Российской Федерации», нацеленный на предоставление частным инвесторам правовой защиты, создание дополнительных правовых гарантий прогнозируемости условий ведения ими своей деятельности при реализации инвестиционных проектов и обеспечения эффективного использования государственного имущества в случае, если инвестор заключает соглашение о защите капиталовложений с субъектом государственной власти, на территории которого осуществляются инвестиции. Документ не бесспорен, он требует доработки, однако важно, что он позволит привлекать частные средства для реализации инвестиционных проектов в широком перечне отраслей, не ограничиваясь инфраструктурой.

Полагаем, что предложенные направ-

ления трансформации механизмов и инструментария формирования инвестиционных ресурсов будут способствовать ускорению экономического роста в России.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Афанасьева О.Н.* Направления совершенствования денежно-кредитной политики Банка России с целью развития национальной экономики // *Банковское дело.* 2019. № 4. С. 8–11.

2. *Курбанов Н.Х., Шийко В.Г.* О некоторых проблемах развития российского банковского сектора // *Экономические науки.* 2018. № 9(166). С. 118–121.

3. *Мамонов М. [и др.]*. Поиск оптимальной глубины и структуры финансового сектора с точки зрения экономического роста, макроэкономической и финансовой стабильности // *Деньги и кредит.* 2018. Т. 77. № 3. Сентябрь. С. 89–123.

4. *Усоскин В.М.* «Нестандартная» монетарная политика: методы и результаты // *Деньги и кредит.* 2016. № 11. С. 12–18.

5. *Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика* / под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2014. 496 с.

6. *Ono S.* Financial Development and Economic Growth: Evidence from Russia // *Europe-Asia Studies.* 2012. Vol. 64 (2). P. 247–256.