

Финансиализация экономического роста и российская национальная финансовая система

С.К. Дубинин,

Московский государственный университет
им. М.В. Ломоносова,
Москва, Россия

<http://orcid.org/0000-0001-8355-2633>

Аннотация. На протяжении последних десятилетий происходит финансиализация мировой экономики, т.е. опережающее развитие финансовой системы по сравнению с другими секторами. Этот процесс замедлился, но не прекратился и после мирового финансового кризиса 2007–2009 гг. Однако в послекризисные годы он протекает на фоне перестройки структуры международной финансовой системы, изменения в ней роли и места развивающихся стран. Статья посвящена анализу современного этапа глобальной финансиализации и выявлению особенностей этого процесса в России. Используя межстрановые сопоставления, а также обширные данные финансовой статистики, показано, что российская экономика не полностью включена в данный тренд развития. Ни внутренний, ни внешний инвестиционный потенциал финансиализации не реализуются полностью вследствие несовершенства как институтов мобилизации финансовых ресурсов, так и институтов трансформации их в долгосрочные инвестиции. Внутри страны масштаб «финансиализации» экономического роста оценен как весьма ограниченный, вплоть до «дефинансиализации». Наблюдается преобладание банковского посредничества при явном недостатке развития небанковских секторов; при этом профицит ликвидности, накапливающийся в банковской системе с 2016 г., не приводит к существенному росту кредитования реального сектора. Корпоративные и государственные заимствования через финансовые рынки путем выпуска облигационных займов остаются на низком уровне. Отмечается недоиспользование и потенциала глобальной финансиализации, поскольку российские финансовые институты не вполне справляются с ролью трансмиссионного механизма между международными источниками финансовых ресурсов и спросом отечественной экономики на инвестиции, особенно в условиях санкций. Их неспособность воспользоваться для этой цели зарубежными финансовыми потоками, в отличие от Китая и Индии, стала одной из причин потери инвестиционной привлекательности национальной экономики. Результаты исследования доказывают, что недостаточная глубина и институциональная устойчивость российской финансовой системы накладывают серьезные ограничения на инвестиционный процесс, роль которого для выхода на новую траекторию устойчивого экономического роста трудно переоценить. Полезным для дальнейшего обсуждения представляется поиск путей преодоления этих ограничений совместными усилиями как участников национальных финансовых рынков, включая ключевые банки, так и финансовых регуляторов.

Ключевые слова: финансовая экономика; «хрупкость» финансовой системы; перераспределение финансовых ресурсов; «финансиализация» и экономический рост в развивающихся странах; финансовые барьеры для инвестиций

Для цитирования: Дубинин С.К. Финансиализация экономического роста и российская национальная финансовая система // Финансы: теория и практика. 2017. Т. 21. Вып. 4. С. 6–21.

УДК 330.35:336(045)

JEL E31, E41, E44, E52, E58, F31, G15, G24, H62

DOI 10.26794/2587-5671-2017-21-4-6-21

Financialization of Economic Growth and the Russian National Financial System

S.K. Dubinin,

Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia
<http://orcid.org/0000-0001-8355-2633>

Abstract. The last decades was been marked by the financialization of the world economy, i.e. the faster development of the financial system as compared with other sectors. This process lost its pace but did not stop after the global financial crisis of 2007–2009. However, in the post-crisis years, it is continuing against the background of the international financial system restructuring and the changing role and place of developing countries therein. The paper analyzes the current stage of the global financialization and outlines the specificity of this process in Russia. With the use of cross-country comparisons as well as extensive financial statistics data, it is shown that the Russian economy has failed to be fully integrated into the above development trend. Neither the internal nor the external investment potentials of the financialization are being utilized in full due to imperfections of both the institutions for mobilizing financial resources and the institutions that convert the latter to long-term investments. Inside the country, the “financialization” scale of the economic growth is assessed as very modest, near to “definancialization”. There is a predominance of bank intermediation while non-banking sectors remain underdeveloped; meanwhile, the liquidity surplus accumulated in the banking system since 2016 does not lead to a significant increase in lending to the real sector. Corporate and government borrowings through financial markets by bond issues are still at a low level. The global potential of financialization is noted to be underutilized too because Russian financial institutions do not fully cope with the role of the transmission mechanism between international funding sources and the demand of the domestic economy for investment, especially under sanctions. Their inability to use foreign financial flows for this purpose, unlike China and India, has become one of the reasons for the loss of investment attractiveness of the national economy. The research findings prove that the lack of depth and the institutional instability of the Russian financial system impose serious constraints on the investment process whose significance for reaching a new trajectory of sustainable economic growth can be hardly overestimated. Seeking ways to overcome these constraints by joint efforts of both national financial market players, including major banks, and financial regulators could be subject for further discussion.

Keywords: financial economy; financial system “fragility”; redistribution of financial resources; “financialization” and economic growth in developing countries; financial barriers to investment

For citation: Dubinin S.K. Finansializatsiya ekonomicheskogo rosta i Rossiiskaya natsional'naya finansovaya sistema [Financialization of Economic Growth and the Russian National Financial System]. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*, 2017, vol. 21, issue 4, pp. 6–21. (In Russ.).

UDC330.35:336(045)

JEL E31, E41, E44, E52, E58, F31, G15, G24, H62

DOI 10.26794/2587-5671-2017-21-4-6-21

На протяжении последних трех десятилетий мир является свидетелем взаимосвязанного процесса глобализации мировых финансовых рынков и сфер производства товаров и услуг. Производственная международная кооперация находила отражение в ускоренном опережающем росте международной торговли по сравнению с ростом как глобального ВВП, так и национальных ВВП. Только так называемая Великая рецессия, — глобальный экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг. и последующее замедление экономического роста — вызвали смену тренда. В период послекризисного

восстановления темпы роста мировой торговли снизились и не превышают в настоящее время темпов роста ВВП. Институт мировой экономики им. Петерсона (Peterson Institute for International Economics) в своем исследовании показал, что отношение объема мировой торговли к глобальному выпуску продукции остается неизменным между 2008 и 2016 гг.¹ Такова «новая нормальность» современной глобальной экономики и российской национальной экономики как ее составной части.

¹ Цит. по Wolf. M. The Tide of Globalisation is Turning. *Financial Times*. September 7, 2016.

В мировой финансовой системе непосредственно после выхода из кризиса преобладали аналогичные тенденции. Отношение объема трансграничных активов к глобальному ВВП достигло пика в 2007 г., когда оно составило 57%. В 2015 г. данный показатель снизился до 36%. Несмотря на то что финансовый кризис носил чрезвычайно глубокий характер и для его преодоления потребовалась реорганизация всего международного финансового сектора и модернизация методов его государственного регулирования, тенденция к опережающему характеру роста объемов финансовых потоков по сравнению с ростом инвестиций в основной капитал и по сравнению с ростом ВВП возобновляется в настоящее время и вновь нарастает².

I

Современная глобальная финансовая система возникла как результат двух потоков инноваций. С одной стороны, быстрый прогресс информационных технологий создал платформы и сетевые ресурсы для создания, аккумулирования и передачи данных о финансовых сделках, причем потоки этой информации приняли невиданные ранее масштабы. С другой стороны, предложение новых финансовых инструментов стало ответом на нарастающий спрос на диверсификацию и кастомизацию услуг финансовой системы. Устойчивое увеличение в течение периода с начала 1980-х гг. и вплоть до кризиса 2007–2009 гг. объемов сбережений, которые трансформировались в инвестиции в различные финансовые инструменты, стало ответом на всплеск предложения финансовых инноваций. На протяжении этих десятилетий структура мирового экономического роста характеризовалась опережающим развитием финансового сектора по сравнению с иными секторами национальных экономик. Инвестиционный процесс как в самом финансовом секторе, так и в секторах производства нефинансовых услуг и товаров стимулировался и неуклонно подпитывался нарастающим объемом денежных потоков, циркулировавших на глобальных финансовых рынках.

Это явление получило название «финансиализация экономического роста» еще задолго до кризиса 2007–2009 гг. Термин в любых предложенных в литературе показателях его измерения означает опережающий рост объема финансовых операций в сравнении с ростом ВВП и инвестиций в основной капитал. Он привлек внимание исследователей еще

в начале первого десятилетия текущего столетия (см., напр., [1]).

За период с 1990 до 2015 г. в глобальном масштабе номинальная стоимость совокупных финансовых активов возросла с 42 до 294 трлн долл. США. За тот же период отношение стоимости финансовых активов к мировому ВВП увеличилось с 195 до 375%. Масштаб данного явления с тех пор непрерывно увеличивается. На единицу инвестиций в основной капитал в реальном исчислении (Gross Fixed Capital Formation) глобальным рынкам приходится осуществлять все более возрастающую сумму чисто финансовых трансакций.

Особо большой интерес «финансиализация» стала вызывать в годы мирового финансового кризиса 2007–2009 гг. Однако и в посткризисный период процесс получил продолжение. С 2009 по 2015 г. совокупный ежегодный объем инвестиций в основной капитал в группе наиболее развитых экономик, т.е. в США, странах Еврзоны, в Великобритании и Японии, оставался практически неизменным. Одновременно объем капитализации фондовых рынков вырос на 90%. Общая сумма активов центральных банков выросла на 60% [2, с. 14].

Взаимосвязь финансиализации и финансовых кризисов целесообразно рассматривать с точки зрения гипотезы эндогенной финансовой нестабильности Х. Ф. Мински. «...В течение периодов длительного процветания экономика переходит от финансовых отношений, способствующих стабильности системы, к финансовым отношениям, способствующим нестабильности системы» [3, с. 8].

Накопление большого объема финансовых активов и задолженности в период экономического подъема порождает недооценку риска инвестиций и, следовательно, переход от хеджированного леведреджа к спекулятивному режиму кредитного финансирования. При падении рыночной стоимости активов спекулятивное финансирование либо превращается в схему Понци (финансовую пирамиду), либо вызывает каскадный сброс активов. Следствием является рост «хрупкости» (fragility) финансовой системы. Данный механизм хорошо описывает возникновение кризиса рынка сабпрайм ипотечных долгов и рынка деривативов на их основе в 2007–2009 гг.

В послекризисный период не произошло и свертывания международной финансовой интеграции, под которой понимается все возрастающая величина трансграничных финансовых потоков (трансакций) и объема накопленных трансграничных (зарубежных) активов и обязательств в отношении к глобальному ВВП и к национальным уровням ВВП

² UNCTAD World Investment Report 2016.

соответствующих стран. Вместе с тем происходит перестройка структуры глобальной финансовой системы. Этот процесс затрагивает и роль определенных институциональных секторов, и направления трансграничных финансовых потоков, и масштабы операций на международных рынках различных финансовых инструментов.

Исследованию данных процессов была посвящена работа Ф. Лэйна и Дж.-М. Милесси-Ферретти, подготовленная под эгидой МВФ [4]. Авторы исследования выделяют три группы стран: финансовые центры, развитые страны (экономики) за вычетом финансовых центров, развивающиеся экономики. При этом две страны рассматриваются отдельно от всех указанных групп — США и Китай. Доля каждой из этих групп стран в таких показателях, как зарубежные активы и доля этой же группы в мировом ВВП изменяются в целом в параллельном направлении. Однако во всех категориях инструментов [прямые иностранные инвестиции (ПИИ), долговые облигации, портфельные инвестиции] доля финансовых центров и развитых стран остается по-прежнему гораздо выше, чем доля развивающихся экономик. Группа развитых экономик, за вычетом финансовых центров, можно сказать, «специализируется» в посткризисный период на инструментах собственности (ПИИ и портфельные вложения), тогда как группа стран развивающихся экономик за счет инвестирования своих валютных резервов владеет, скорее, долговыми инструментами. В целом доля долговых инструментов в общем объеме трансграничных активов является наиболее быстрорастущей их частью [4, с. 11, 17]. В течение послекризисного периода, с 2010 по 2016 г., в масштабе всего мирового хозяйства отношение государственного долга к мировому глобальному выпуску продукции постоянно увеличивалось и достигло уровня 119%. Более высоким данный показатель был только семьдесят лет назад, непосредственно после окончания Второй мировой войны.

Многие теоретические и аналитические источники констатируют существенное увеличение значения экономик развивающихся рынков в качестве участников трансграничных сделок с зарубежными активами и обязательствами. Развивающиеся страны в последние десять лет выступают в роли как импортеров, так и экспортеров капитала. При этом вывоз капитала осуществляется и государственным сектором (размещение золотовалютных резервов), и частными корпоративными учреждениями (прямые и портфельные инвестиции).

«Обращает на себя внимание диспропорциональное распределение ролей финансовых центров

в трансграничном владении: тогда как в 2007 г. эта группа стран в совокупности насчитывала около 10% мирового ВВП, но на нее приходилось 43% глобальных финансовых активов. К 2015 г. их доля в мировом ВВП сократилась до 8%, а в глобальных зарубежных активах сохранилась на уровне около 43%... В 2007 г. доля в мировом ВВП развивающихся стран и стран развивающихся рынков составляла около 30%, но на них приходилось только 10% трансграничных финансовых активов. Что касается 2015 г., доля развивающихся стран и стран развивающихся рынков в мировом ВВП выросла до около 40% при расчете по текущим рыночным курсам. Но их доля в зарубежных активах расширилась лишь до 13%» [4, с. 10].

Таким странам, как Китай и Индия, удалось использовать «финансализацию» для обеспечения притока инвестиций из-за рубежа. Однако ряд стран этой группы, включая Россию, не смогли воспользоваться возросшим объемом финансовых ресурсов мирового рынка.

Вместе с тем процесс изменения структуры мирового хозяйства внутренне противоречив. Страны развивающихся рынков сталкиваются со свойственными им структурными проблемами. Предшествующий период циклического подъема развивающихся рынков основывался на их подключении к финансовым потокам глобального финансового рынка. Таким странам, как Китай и Индия, удалось использовать «финансализацию» для обеспечения притока инвестиций из-за рубежа. Однако ряд стран этой группы, включая Россию, не смогли воспользоваться возросшим объемом финансовых ресурсов мирового рынка.

В ходе кризиса 2007–2009 гг. произошла переоценка рисков инвестирования в развивающиеся рынки. В результате произошла смена направления движения финансовых потоков. Если на протяжении первого десятилетия текущего века развивающиеся рынки выступали в роли получателей инвестиций, то в последние годы, примерно с 2013 г. по настоящее время, направление движения финансовых потоков изменилось на противоположное. Так, во

второй половине 2014 г. чистый вывоз капитала из пятнадцати лидирующих стран — развивающихся рынков — в совокупности составил 392,4 млрд долл. США. Для сравнения, в кризисный период 2008–2009 гг. в течение трех кварталов отток капитала составил 545,9 млрд долл. США³.

II

Пути развития российской экономики принципиально не отличались от общей для большинства развивающихся рынков модели, хотя регулирование иностранных инвестиций как в институты финансовой системы, так и в корпоративный сектор в целом носит излишне ограничительный характер. Перечень стратегических отраслей, недоступных для контроля иностранных инвесторов, чрезмерно широк. В капитале банковской системы в целом доля иностранного капитала не должна превышать 50%. Тем не менее Россия принадлежит, с экономической точки зрения, к числу открытых хозяйственных систем с развивающимся рынком. Для данного типа экономик вовлеченность в операции с внешними финансовыми потоками может служить цели компенсировать недостатки развития национальных финансовых институтов. Национальная финансовая система России развивается в ходе сложного взаимодействия с глобальными процессами в финансовой сфере.

Развитие российской финансовой системы происходит под влиянием как внутриэкономических, так и внешнеэкономических факторов. Первые из них являются преобладающими в определении юридических форм финансовых институтов и их устойчивости. Внутренние экономические и социальные параметры страны, задающие лимиты и условия функционирования финансовой системы, непосредственно влияют на развитие ее потенциала: финансовой глубины рынков, эффективности банковских и небанковских (некредитных) финансовых посредников, инновационной составляющей в развитии финансовых инструментов, технического совершенства информационной инфраструктуры. Внутренние страновые факторы в первую очередь принимаются во внимание при оценке риска совершения сделок с участниками российских финансовых рынков.

Институциональная слабость российской финансовой системы проявляется в том, что до настоящего времени не найдено решения проблемы двойной

трансформации валовых сбережений: во-первых, перехода сбережений в форму ликвидности в системе институтов — финансовых посредников; во-вторых, трансформации краткосрочной ликвидности в долгосрочные финансовые ресурсы, используемые для финансирования инвестиционных проектов в реальном секторе экономики.

Участие российских финансовых и нефинансовых предприятий в трансграничных операциях, включая и операции на мировых финансовых рынках, является для них как фактором ускорения развития, так и дополнительным испытанием на соответствие требованиям конкурентоспособности. Важнейшей формой привлечения финансовых ресурсов с мирового рынка являлось на протяжении последних пятнадцати лет корпоративное кредитование российских предприятий международным банковским сектором.

В годы восстановительного роста (2012–2014 гг.) общая величина внешнего долга России выросла с 539 до 729 млрд долл. США. Корпоративный сектор и банки резко увеличили заимствования на мировом рынке. Объем их общей задолженности к осени 2014 г. увеличился примерно до 630 млрд долл. США. Вместе с тем в условиях секторальных санкций стран ЕС, США и Японии, введенных в период политического конфликта на Востоке Украины в отношении России, перекредитование российских должников на международном рынке стало невозможным. По данной причине величина внешнего долга стала быстро сокращаться. На 1 января следующего 2015 г. она составила 559,36 млрд долл. США, а к 1 января 2016 г. объем внешней задолженности вновь сократился до 515,8 млрд долл. США. Внешний долг органов государственного управления снизился в 1,9 раза, банковского сектора — в 1,5 раза, прочих негосударственных секторов, — в 1,2 раза⁴.

Таблица 1 демонстрирует дальнейшее снижение внешнего долга России до 513,5 млрд долл. США. По состоянию на 1 января 2017 г. 90,0% внешнего долга России приходилось на обязательства частного сектора, в том числе 23,3% — на банки.

В самый сложный период 2014–2015 гг. платежи по внешнему долгу колебались в пределах от 7 до 9% ВВП⁵. При этом Банк России своевременно ввел особый специализированный инструмент валютного рефинансирования для сглаживания пиков выплат по внешнему долгу; в 2015 г. лимит

³ James Kynge & Jonatan Wheatly. The Great Unravelling. FT Big Read. Emerging Markets. Financial Times, 2 April 2015.

⁴ Рассчитано по: Годовой отчет Банка России за 2015 г. С. 45–46; Статистический бюллетень Банка России. 2016. № 1. С. 18.

⁵ Источник: Вестник Банка России. 2015. № 72–73. С. 1668–1669.

Таблица 1 / Table 1

Внешний долг Российской Федерации на 01 января 2017 г. / External debt of the Russian Federation as of January 1, 2017

	Объем, млрд долл. США / Amount, USD billion	Доля, % / Share, %
В том числе: / Including:		
Органы государственной власти / Government bodies	39,2	7,6
Центральный банк / Central Bank	12,3	2,4
Банки / Banks	119,4	23,3
Прочие сектора / Other sectors	342,6	66,7

Источник / Source: Статистический бюллетень Банка России. 2017. № 4. С. 18–19 / Bank of Russia Statistical Bulletin, 2017, no. 4, pp. 18–19.

Таблица 2 / Table 2

**Международная инвестиционная позиция Российской Федерации, млрд долл. США /
The International Investment Position of the Russian Federation (USD billion)**

	01.01.2009	01.01.2017
Чистая международная инвестиционная позиция / Net international investment position (NIIP)	250,3	227,0
Активы / Assets	1006,1	1232,7
В том числе: / including:		
Прямые инвестиции / Direct investment	198,4	419,5
Портфельные инвестиции / Portfolio investment	24,2	72,1
Прочие инвестиции и производные финансовые инструменты / Other investment and financial derivatives	357,1	363,5
Резервные активы / Reserve assets	426,3	377,7
Обязательства / Liabilities	755,9	1005,7
Прямые инвестиции / Direct investment	214,0	462,7
Портфельные инвестиции / Portfolio investment	111,8	213,3
Прочие инвестиции и производственные финансовые инструменты / Other investment and financial derivatives	429,9	329,8

Источник / Source: Статистический бюллетень Банка России. 2017. № 4. С. 24–25 / Bank of Russia Statistical Bulletin, 2017, no. 4, pp. 24–25.

был установлен в объеме 50 млрд долл. США. Таблица 2 демонстрирует снижение трансграничных обязательств государственного и частного секторов России на 125,2 млрд долл. США за 2014–2016 гг.

За 2009–2013 гг. из страны ушли ПИИ в объеме 285 млрд долл. США [8, с. 5]. Вместе с тем чистый приток прямых иностранных инвестиций частного капитала, наблюдавшийся накануне последнего кризиса, сменился его устойчивым оттоком в 2014–2015 гг. Таким образом, итоговое сальдо движения инвестиций начиная с 2010 по 2015 г. имеет отрицательный знак для российской экономики. Отток инвестиций превышает их приток в совокупности на 93,5 млрд долл. США⁶.

В течение 2016 г. произошел переход российской банковской системы от структурного дефицита ликвидности к профициту. Однако не происходит значительного роста кредитования ни физических лиц (домохозяйств), ни юридических лиц (предпринимательского сектора).

В 2016 г. общий накопленный объем российских ПИИ достиг уровня 419,5 млрд долл. США, т.е. более чем удвоился в сравнении с 2009 г. (см. табл. 2). Прирост ПИИ российского бизнеса за рубеж в течение в 2014 г. равнялся 57,1 млрд долл. США, в 2015 г. составил 22,2 млрд долл. США, а в 2016 г. — 19,8 млрд долл. США⁷. Таблица 3 показывает, что увеличение ПИИ в российскую экономику за те же три года было на 37,3 млрд долл. США меньше.

В 2016 г. положительное сальдо платежного баланса сократилось до 1,9% ВВП (24,2 млрд долл. США) по сравнению с 5,0% (68,6 млрд долл. США) в 2015 г. «Во взаимоотношениях с остальным миром, внутренняя экономика в 2016 г. сохранила статус кредитора, но уровень кредитования внутренней экономикой остального мира... понизился»⁸.

⁶ Рассчитано по: Статистический бюллетень Банка России. 2016. № 11. С. 15, 16; Годовой отчет Банка России за 2015 г. С. 235–237.

⁷ Статистический бюллетень Банка России. 2017. № 4. С. 17.

⁸ Структурные изменения в российской экономике в 2016 г. в зеркале статистики национальных счетов. НИУ ВШЭ, Центр развития. Июнь 2017 г. С. 20–21.

III

Как говорилось выше, российская экономика представляет собой пример экономики развивающегося рынка. Соответствующие черты присущи и российской финансовой системе. Доля сектора «Финансовая деятельность» в производстве ВВП России в 2016 г. составила 4,0%⁹. Финансовые рынки характеризуются преобладанием кредитного банковского посредничества при явном недостатке развития небанковских секторов — рынка ценных бумаг, страховых, лизинговых услуг. Это относится как к рынку долговых облигаций, так и к рынку акционерного капитала. Институциональная структура финансовой системы отражает эту асимметричность. Очевидно слабое развитие институтов коллективного инвестирования — инвестиционных и пенсионных фондов.

В выступлении министра финансов Российской Федерации А.Г. Силуанова сказано, что «...ресурсы населения, предприятий концентрируются в основном в банковском секторе... В активах банковского сектора более 80 трлн руб. В страховом секторе и в негосударственных пенсионных фондах — менее чем по 2 трлн рублей»¹⁰.

Характерной чертой российской финансовой системы является также тот факт, что многие некредитные финансовые организации являются частью банковских групп — конгломератов. Основная часть ведущих банков Российской Федерации организует свой бизнес в форме холдинговых финансовых групп. Центром холдинга является открытое акционерное общество с банковской лицензией. У такого банка, как правило, публичного акционерного общества (ПАО), имеется сеть дочерних обществ во всех секторах финансовой системы.

По оценкам Банка России, в настоящее время в РФ действуют 110 банковских групп. В их состав входят 230 юридических лиц, в том числе 160 кредитных организаций (КО). Одновременно Банк России выделяет также 28 чисто банковских холдингов, в состав которых входят 36 КО.

Число неформализованных групп оценивается в 314 объединений юридических лиц. По оценке Банка России, в этих группах представлены как кредитные, так и некредитные финансовые организации. В рамках таких групп нет соглашений между участниками и нет взаимных участия в ак-

⁹ Там же. С. 4.

¹⁰ Цит. по: Материалы XXV Международного финансового конгресса (МФК-2016) «Основные направления развития финансовых рынков в Российской Федерации» // Деньги и кредит. 2016. № 9. С. 8.

Таблица 3 / Table 3

Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) в Российскую Федерацию (млрд долл. США) / Foreign Direct Investment (FDI) in the Russian Federation (USD billion)

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
36,6	43,2	55,1	50,6	69,2	22	6,9	33

Источник / Source: Статистический бюллетень Банка России. 2017. № 4. С. 16 / Bank of Russia Statistical Bulletin, 2017, no. 4, p. 16.

Таблица 4 / Table 4

Трансграничные обязательства (Объем всего: органов государственного управления, Центрального банка, банков и иных секторов Российской Федерации, млрд долл. США) / Cross-Border Liabilities (In aggregate: government bodies, the Central Bank, banks and other sectors of the Russian Federation, USD billion)

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
6,6	44,9	67,5	92,4	124,4	-49,8	-71,1	-4,3

Примечания: Знак «+» означает рост обязательств; знак «-» означает снижение обязательств / Notes: «+» denotes an increase in liabilities; «-» denotes a decrease in liabilities.

Источник / Source: Статистический бюллетень Банка России. 2017. № 4. С. 12 / Bank of Russia Statistical Bulletin, 2017, no. 4, p. 12.

ционерном капитале. Однако они выделяются по принципам наличия одних и тех же собственников, физических или юридических лиц. Это «параллельные банки» или «параллельные финансовые организации».

Именно таким образом, в тесном взаимодействии с банками, в российской финансовой системе определенное развитие получили также небанковские финансовые посредники — инвестиционные фонды. Сферой их операций являются мобилизация средств индивидуальных и корпоративных инвесторов с последующим их вложением в ценные бумаги, недвижимость и иные финансовые активы.

По данным, приводимым Е. В. Мерекиной в выступлении на конференции «Ломоносовские чтения» экономического факультета МГУ 20 апреля 2016 г., общее количество паевых инвестиционных фондов (ПИФ) в финансовой системе России составляет 1500, при этом 1140 организованы в форме закрытых инвестиционных фондов (ЗПИФ). 628 ЗПИФ осуществляют инвестиции в недвижимость, что

является наиболее популярным объектом инвестирования.

Активы российского банковского сектора в отношении к ВВП страны в 2007 г. перед вхождением в кризис составляли менее 60%. После выхода из кризиса в 2011 г. данное отношение составляло 73,0%. По состоянию на январь 2015 г. этот показатель вырос до 102,7%¹¹. Однако в 2016 г. он снизился вновь до 93% [5, с. 150].

При этом, как показывает табл. 5, в настоящее время степень концентрации в банковском секторе России достигла высокого уровня. На 30 крупнейших банковских институтов приходится 79% их общего объема.

Действующие кредитные организации с уставным капиталом величиной свыше 10 млрд руб. составляют 4,9% их общей численности. Первые пять крупнейших по величине валюты баланса организаций концентрируют 55,78% активов

¹¹ Годовой отчет Банка России за 2015 г. С. 25.

Активы действующих кредитных организаций (КО) РФ (на 1 мая 2016 г.) / Assets of Operating Credit Institutions (CI) of the Russian Federation (as of May 1, 2016)

	Все КО / All CIs	200 крупнейших КО / 200 largest CIs	30 крупнейших КО / 30 largest CIs
Всего активов, млрд руб. / Total assets (RUR billion)	79 802	77 441	63 149
Всего активов (%) / Total assets (%)	100	97,04	79,13
В том числе кредиты, млрд руб. / Including loans (RUR billion)	55 541	54 226	45 814
В том числе кредиты (%) / Including loans (%)	100	97,63	81,55
Доля кредитов в активах (%) / Loan share in assets (%)	69,60	70,02	72,55

Источник / Source: Вестник Банка России. 2016. № 51. С. 31 / Bank of Russia Bulletin, 2016, no. 51, p. 31.

(пассивов) всей системы кредитных учреждений. На крупнейшие двадцать пять приходится 77,0% активов¹². 81,6% всех вкладов физических лиц приходится на 30 крупнейших кредитных организаций¹³.

Число кредитных организаций с иностранным участием в капитале достигли максимальной величины в 2013 г. — 252. По состоянию на 1 января 2017 г. в банковском секторе России работают 174 таких организации с иностранным участием в уставном капитале, из них 67 — со 100%-ным иностранным участием. Их удельный вес в общем числе кредитных организаций с иностранным участием вырос с 30,3 до 38,5%¹⁴.

В течение 2016 г. произошел переход российской банковской системы от структурного дефицита ликвидности к профициту. Однако не происходит значительного роста кредитования ни физических лиц (домохозяйств), ни юридических лиц (предпринимательского сектора). «Избыток сбережений» (выражение Бена Бернанке) типичен не только для

посткризисной Европы и США, но и для выхода из кризиса в отечественной экономике.

Снижение объемов задолженности в реальном исчислении охватило в последние годы как сферу внешнего кредитования, так и внутреннего кредита. Это относится и к банковскому сектору, и к прочим секторам, т.е. корпоративным заемщикам, малым и средним предприятиям, домохозяйствам. Показатель объема банковских кредитов предприятиям нефинансового сектора с учетом валютной переоценки после резкого увеличения в результате девальвации продолжает снижаться на протяжении последних полутора лет.

Основной сферой банковского бизнеса в России накануне рецессии 2014–2016 гг. являлось кредитование корпоративного сектора и домохозяйств. Однако в ходе прохождения кризиса внимание банковского менеджмента оказалось сосредоточенным на максимально возможном снижении кредитного риска. Это привело, с одной стороны, к погашению пассивных обязательств, а с другой стороны — к тому, что при проведении активных операций предпочтение стало отдаваться наименее рискованным размещениям и кредитам. Долговые ценные бумаги российских резидентов из корпоративного сектора и особенно правительственные облигации в наибольшей степени соответствовали этим критериям.

¹² Рассчитано по: Статистический бюллетень Банка России. 2016. № 9. С. 110.

¹³ Рассчитано по: Вестник Банка России. 2016. № 51. С. 31, 32.

¹⁴ Статистический бюллетень Банка России. 2017. № 4. С. 107, 109, 112.

Таблица 6 / Table 6

Количество отозванных банковских лицензий / Number of Revoked Bank Licenses

Годы / Years	2006	2013	2014	2015	2016
Количество банков, у которых отозваны лицензии / Number of banks with licenses revoked	59	32	86	93	97

Источник / Source: Годовой отчет Банка России за 2016 г. / Bank of Russia Annual Report 2016.

Исследование, подготовленное специалистами Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара, свидетельствует, что в период 2015–2016 гг. суммарное падение выдачи кредитов корпоративным клиентам за два года составило 7,7%. Максимальный объем приходился на 2014 г. (38,5 трлн руб.), а минимальный — на 2015 г. (34,2 трлн руб.) [5, с. 155]. В первой половине 2017 г. кредитный портфель российских банков предприятиям начал медленно расти (объем год к году). В мае 2017 г. показатель этого прироста составил 0,6%¹⁵.

Финансовый глобальный кризис 2007–2009 гг. не принес институционального обновления российской финансовой системы. Прежде всего, это относится к банковскому сектору. В ходе кризиса 2014–2016 гг. ситуация изменилась. Именно в данный период началась реструктуризация банков. «Размер активов банков, лишившихся лицензии в 2016 г., достиг 1,2 трлн руб., что также является максимальным объемом за последние три года и составляет 1,4% от совокупной величины активов российского сектора на начало года» [5, с. 151]. В 2016 г. среди крупных банков, занимающих по размеру активов места с 21 по 50, уровень дефолтов составил 10%; в группе с 200 по 500 места по активам — 20%; в целом в банковском секторе — это каждый восьмой банк. За последнее десятилетие число отозванных лицензий у российских банков выросло в 1,6 раза (табл. 6).

Специфика российского варианта развития в эпоху «финансиализации» заключается в том, что, во-первых, российские корпорации и банки оказались не в состоянии дополнить привлечение кредитов коммерческих банков размещениями облигационных займов в сопоставимом масштабе; во-вторых, государственный долг России сохраняется на низком уровне. Масштаб «финансиализации»

экономического роста видится весьма ограниченным, вплоть до «дефинансиализации».

В период кризиса рынок акций отличался высокой волатильностью. На протяжении периода наиболее острого кризиса в 2014–2015 гг. он снижался, затем начался его рост. Осенью 2016 г. рублевый индекс Московской биржи (MICEX) превысил исторический максимум 2007 г. в 2053,3 пункта. Однако во втором квартале 2017 г. снижение индекса возобновилось, он опустился до показателей 1800,0–1995,90. Индекс капитализации в долларах США (RTS) осенью 2016 г. составлял 1005,7 пункта, а в июне 2017 г. — 978,5 пункта, т.е. валютный индекс снижается с первого квартала 2014 г. Это происходит, несмотря на стабилизацию обменного курса рубля по отношению к доллару.

При расчете в долларах США объем торгов ценными бумагами на Московской бирже в 2014 г. составлял 46,6% от уровня 2007 г. Уровень капитализации российских ПАО в 2014 г. был равен 517 млрд долл. США по сравнению с 1041 млрд долл. США в 2013 г. Если показатель капитализации внутреннего рынка акций в России в 2007 г. принять за 100%, то при выходе из кризиса в 2010 г. он составил 91,7%, а в 2014 г. — 34,4% [6, с. 96–97]. В 2016 г. капитализация российских компаний возросла до 635 млрд долл. США, т.е. соответствовала 42,2% от уровня 2007 г., а объем торгов все же вырос до 67,2% от показателя 2007 г. [5, с. 106]. Ежедневный торговый оборот на Московской бирже остается весьма волатильным, например в марте 2017 г. он колебался от 27,99 до 62,36 млрд руб.¹⁶

Структура и степень надежности, конкурентоспособность финансовых институтов, а также пересмотр стандартов государственной антикризисной политики проходили проверку в ходе рецессии и финансового кризиса 2014–2016 гг. Результаты

¹⁵ Комментарии о государстве и бизнесе, Центр развития НИУ ВШЭ. 15–26 июня 2017 г. С. 18.

¹⁶ Статистический бюллетень Банка России. 2017. № 4. С. 105.

развития финансовых институтов, прежде всего банков, демонстрируют баланс между устойчивостью и «хрупкостью» финансовой системы. Они на долгие годы предопределяют экономические ожидания российского населения в целом и российского бизнеса в частности в отношении перспектив и качества экономического роста в стране.

Экономика Российской Федерации в 2016–2017 гг. занимает в глобальном индексе конкурентоспособности 43 позицию среди 140 стран, представленных в рейтинге. Надо отметить, что более высокие позиции, чем в общем рейтинге, российская экономика получила в ограниченном числе разделов: размер рынка (6); высшее образование и профессиональная подготовка (32); инфраструктура (35)¹⁷.

При этом в разделе «Развитие финансового рынка» позиция всего лишь 108. Наиболее болезненной проблемой признается устойчивость банков — позиция 121, а вслед за этим простота доступа к займам — позиция 115. В рамках данного раздела на этом фоне рэнк среди 138 стран обеспечения юридических прав (46) и оценка их состояния, равная 6, при максимально возможном уровне оценки 10 выглядят не так уж плохо¹⁸. Безусловно, данные показатели отражают, прежде всего, оценку работы банков российскими предпринимателями в соответствии с методикой составления рейтинга.

IV

Задача преодоления последствий глобального экономического и финансового кризиса 2007–2009 гг. в целом не разрешена, экономический рост в большинстве развитых экономик недостаточен в сравнении со среднемировым показателем. В целом мировой рост ВВП на период ближайших нескольких лет прогнозируется с темпом около 3,0% в год. По образному выражению Лоуренса Саммерса, мир вступил в «вековую стагнацию» (*secular stagnation*) [7].

Замедление экономического роста охватило в послекризисные годы большинство национальных экономик мира. Примером такого развития событий является и российская экономика. Экономический рост в ней систематически сменяется кризисными спадами. Нарастающая частота такого развития событий стала очевидной в последние два десяти-

летия. В 1997–1998 гг. снижение ВВП достигало 3,5%, в ходе финансового кризиса в 2008–2009 гг. — 7,8%. Максимальное падение индекса объема инвестиций от наивысшего его уровня в эти кризисные годы составляло 9,0% и 10,3%. Соответственно, в периоды последующего восстановления роста, несмотря на относительно быстрый переход к положительной динамике ВВП, не были разрешены накопившиеся структурные проблемы.

Российская экономика в настоящее время потеряла динамизм развития. По расчетам аналитиков Центра развития НИУ ВШЭ, среднегодовой прирост инвестиций в основной капитал в 2005–2014 гг. в российской экономике составлял 6,6%¹⁹. Однако данный период состоял из нескольких различающихся этапов. Годовые темпы роста инвестиций в основной капитал упали с 13% в период докризисного роста 2000–2007 гг. до 1% в посткризисный период 2009–2013 гг.

Замедление роста объема инвестиций и соответствующее торможение роста экономики началось в России в 2012 г. В 2013 г. общий объем инвестиций в экономике России сократился на 0,3%. Объем строительства упал на 1,5% в годовом исчислении, что служит дополнительным важным показателем снижения инвестиционной активности. В самый острый момент кризиса в 2009 г. инвестиции упали на 16%. Инвестиции в основной капитал восстановились в объеме к 2011 г. Однако уже в 2012 г. рост инвестиций замедлился и в 2013 г. сменился падением. По оценкам А. Г. Аганбегяна, это снижение было связано в первую очередь со спадом инвестиций государственного сектора экономики, включающего бюджетные инвестиции и капиталовложения государственных предприятий, которые упали на 20%, тогда как общий спад составлял лишь 2,7% год к году (9, с. 12).

С 2014 г. до второй половины 2016 г. экономика России находилась в состоянии рецессии. Снижение ВВП составило 3,5%. Спад накопления основного капитала в 2015 г. к 2014 г. составлял 9,9%, и в 2016 г. он продолжился, хотя и замедлился до 1,8%²⁰.

Снижение инвестиционной активности в ходе рецессии 2014–2016 гг. было не таким глубоким, как в предшествующем кризисном эпизоде шесть лет назад. По имеющимся статистическим данным, спад инвестиций усиливался постепенно. В ноябре 2014 г. к ноябрю 2013 г. он составил 4,8%. По дан-

¹⁷ The Global Competitiveness Report 2016–2017. Ed. by Schwab K., Sala-i-Martin X. World Economic Forum, 2017, p. 306–307.

¹⁸ Там же.

¹⁹ Комментарии о государстве и бизнесе. Центр развития НИУ ВШЭ. 7–21 июня 2016 г. № 115. С. 12–14.

²⁰ Структурные изменения в российской экономике в 2016 г. в зеркале статистики национальных счетов. НИУ ВШЭ, Центр развития. Июнь 2017 г. С. 15–16.

Таблица 7 / Table 7

Использование ВВП: сбережение и накопление (в % ВВП) / Use of GDP: Saving and Accumulation (% of GDP)

Год / Year	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Валовое сбережение / Gross savings	31,2	29,6	26,3	28,6	30,2	30,6
Валовое накопление основного капитала / Gross fixed capital formation	20,0	20,2	20,2	21,1	20,7	21,1
Инвестиции в основной капитал / Fixed capital investment	18,5	18,8	18,9	17,6	17,6	17,0

Источник / Source: Российская экономика в 2016 году. Тенденции и перспективы. М., 2017. С. 200 / Russian economy in 2016. Trends and prospects. Moscow, 2017, p. 200.

ным Минэкономразвития за 2015 г., произошло сокращение вложений в основной капитал на 7,6%, в 2016 г. оно продолжилось и оценивается в четвертом квартале 2016 г. в 1,3%²¹.

Некоторое увеличение инвестиций произошло в 2016 г., но только в секторе крупных и средних компаний. В январе — сентябре 2016 г. по сравнению с тем же периодом 2015 г. объем инвестиций здесь вырос на 0,8%²². Данный процесс продолжился в начале 2017 г. Темп прироста инвестиций в основной капитал по полному кругу компаний составил в первом квартале 2017 г. 2,3% к соответствующему периоду 2016 г. По оценкам Центра развития, ВВП со снятой сезонностью в 2017 г. в первом и втором кварталах к предыдущему периоду вырос на 0,4% и 0,9%, а инвестиции в основной капитал — примерно на 1,8 и 4% соответственно²³.

Существующие структурные слабости российской экономики предопределяют застой в ее развитии. Прогноз замедленного восстановления экономического роста в 2017–2018 гг. носит крайне умеренный характер. Текущее выздоровление экономики происходит в темпе от 0,5 до 1,5% в год в терминах роста реального ВВП.

В сложившихся условиях не удастся добиться значительного повышения доли инвестиций в ВВП России. Для сравнения с быстроразвивающимися странами БРИКС напомним, что доля накопления в ВВП Китая в последние десять лет колебалась в пределах 45–50%, тогда как в России она состав-

ляла в среднем около 20% ВВП. Например, в предкризисном 2013 г. валовые сбережения в российской экономике равнялись 26,3%, валовые накопления капитала, т.е. инвестиции в основной капитал и материальные оборотные средства (запасы), составляли 20,2% ВВП. Превышение первого показателя над вторым служит источником для чистого вывоза капитала из национальной экономики, который происходит на протяжении последних десяти лет (см. табл. 2).

Для запуска механизмов экономического роста в национальной экономике необходимо повышение эффективности использования средств бюджета расширенного правительства.

Валовые сбережения в российской экономике в последние годы сохраняются на стабильном уровне — около 30% ВВП: 30,2% в 2015 г. и 30,6% в 2016 г. Этот уровень значительно выше показателя 2014 г. (28,6%). Следовательно, показатели валовых сбережений в отношении к ВВП существенно больше их статистического глобального уровня, который равнялся 25,6% в 2015 г. Вместе с тем данные табл. 7 свидетельствуют, что валовые инвестиции в основной капитал ниже среднего глобального уровня, колеблющегося около показателя 25,0%.

Принципиально важно реально оценивать возможности национальной российской финансовой

²¹ Комментарии о государстве и бизнесе. Центр развития. НИУ ВШЭ. 31 мая — 14 июня 2017 г. № 134. С. 7.

²² Комментарии о государстве и бизнесе. Центр развития НИУ ВШЭ. 16–28 декабря 2016 г. № 125. С. 5–7.

²³ Комментарии о государстве и бизнесе, Центр развития. НИУ ВШЭ. 31 мая — 14 июня 2017 г. № 134. С. 7.

Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования (%) / The structure of investment in fixed assets by sources of funding (%)

Год / Year	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Инвестиции – всего, / Investment – total,	100	100	100	100	100	100
в том числе / incl.:						
Собственные средства / Own funds	41,9	44,5	45,2	45,7	50,2	51,8
Привлеченные средства / Raised funds	58,1	55,5	54,8	54,3	49,8	48,2
в том числе / incl.:						
Кредиты банков / Loans of banks	8,6	8,4	10,0	10,6	8,1	10,5
– российских / Russian	6,8	7,2	8,9	8,0	6,4	7,6
– иностранных / foreign	1,8	1,2	1,1	2,6	1,7	2,9
Займы других организаций / Other loans	5,8	6,1	6,2	6,4	6,7	5,4
Инвестиции из-за рубежа / Investment from abroad			0,8	0,9	1,1	0,5
Бюджетные средства / Budget funds	19,2	17,9	19,0	17,0	18,3	16,0
Долевое участие в строительстве / Participatory housing provision	2,0	2,7	2,9	3,5	3,2	2,8
Прочие / Other	22,3	20,0	15,6	15,7	12,8	12,1

Источник / Source: Российская экономика в 2016 году. Тенденции и перспективы. М., 2017, с. 205 / Russian economy in 2016. Trends and Prospects. Moscow, 2017, p. 205.

системы в качестве источника ресурсов для обеспечения валового накопления и соответствующих инвестиций в основной капитал в экономике страны. Однако задача ускорения роста останется неразрешимой без увеличения нормы валового накопления в 1,3–1,5 раза.

Таблица 8 приводит эмпирические свидетельства весьма ограниченной доли кредитных и заемных ресурсов в общем объеме ресурсов, привлекаемых для финансирования инвестиционного процесса. В настоящее время такие ресурсы составляют около 15% всего объема инвестиций, тогда как собственные средства компаний — более 50%.

Данное положение вещей вряд ли радикально изменится с учетом той тенденции роста прибыли корпоративного сектора, которая наблюдается при выходе из кризиса в настоящее время. Сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток) российской экономики без учета субъектов малого

предпринимательства, банков, страховых компаний, и государственных учреждений в первом квартале 2016 г. составил 2574,7 млрд руб., в 2017 г. — 2701,4 млрд руб., т.е. прирост составил 4,9% в действующих ценах²⁴.

Как было показано выше, рынок ценных бумаг в настоящее время играет ограниченную роль в качестве источника финансовых ресурсов для инвестирования. «Основными каналами влияния рынка акций на экономический рост являются привлечение компаниями инвестиционных ресурсов с помощью первичных размещений долевых ценных бумаг, а также сделки слияния-поглощения. ...В 2014–2016 гг. на рынке IPO-SPO компаний наблюдался спад активности, объясняемый не только последствиями секторальных санкций, но, даже

²⁴ Комментарии о государстве и бизнесе, Центр развития. НИУ ВШЭ. 31 мая — 14 июня 2017 г. № 134. С. 17.

в большей мере, рецессией российской экономики. В 2014, 2015 и 2016 гг. объемы сделок составили соответственно 1,7, 0,6 и 2,1 млрд долл., что значительно меньше, чем за предшествующие три года, когда рынок публичных размещений за год не опускался ниже 9,0 млрд долл.» [5, с. 106].

Правительство России отказывается также от существенного увеличения государственного долга в качестве инструмента обеспечения инвестиционной активности. За период 2013–2015 гг. объем внутреннего государственного долга увеличился с 5,7 до 7,2 трлн руб. Лимит увеличения государственного долга — 8,1 трлн руб., что должно составить около 10% ВВП страны в 2016 г. Более 90% долга — это обязательства по государственным ценным бумагам, наряду с ними государственные гарантии также являются вариантом государственного долгового обязательства.

Прогноз социально-экономического развития России на 2017–2019 гг., подготовленный Минэкономразвития и утвержденный Государственной Думой в декабре 2016 г. содержит три сценария: 1) базовый; 2) базовый+; 3) целевой. Все они, по сути, отражают перспективу стагнации, а не послекризисного роста экономики. Темп прироста ВВП около 2,0% в год достигается только при условии повышения цены нефти на мировом рынке до уровня свыше 50 долл. США за баррель (цена нефти 52–55 долл. США за баррель в целевом сценарии). Инвестиции в основной капитал в период данного прогноза должны будут расти на 1,0–1,6% в год по базовому сценарию; в целевом сценарии — от 3,5 до 6,5% в год.

Последние, более оптимистичные оценки роста экономики, сделанные министром экономического развития М. С. Орешкиным в июне 2017 г., говорят об ожидаемом росте ВВП в 2017 г. на 2,0% в годовом исчислении, а инвестиций — на 3,0%²⁵. Тем не менее данный уровень инвестиций не может обеспечить ускорения национального экономического роста до темпов, которые бы превышали среднемировые темпы роста глобального ВВП.

В современных экономических условиях актуальной стала задача разработки стимулирующей экономической политики. Подход к ее решению может базироваться на сочетании макроprudенциальной политики регулирования финансовых рынков, прежде всего рынка банковских кредитов, активного бюджетного финансирования инвестиций и решения структурных задач поощрения малого и среднего предпринимательства. Решения по применению финансовых инструментов должны

быть дополнены эффективной государственной антимонопольной политикой и снижением административного давления на предпринимательство. Поощрение развития малого и среднего бизнеса является центральной задачей в этой области. Каждое из перечисленных направлений государственной экономической политики требует специального анализа и профессиональной дискуссии.

Макроprudенциальный подход к стабилизации и регулированию национальных финансовых систем в настоящее время находится в центре внимания аналитиков и практиков. Проведение Банком России жесткого контроля за исполнением банками установленных нормативов, по существу, является частью реализации данной политики. Целями макроprudенциальной политики является повышение устойчивости финансовой системы к кризисным шокам путем создания буферов капитала и резервов; реалистическая оценка стоимости активов и обязательств финансовых институтов с учетом существующих рисков, позволяющая контролировать уровень левереджа; учет взаимосвязанности и взаимовлияния финансовых рыночных институтов²⁶. Дальнейшее развитие макроprudенциальной политики Центрального банка будет связано со становлением пропорционального банковского надзора за различными категориями банков, а также с разработкой и внедрением в жизнь обязательных нормативов для деятельности всех секторов финансовых институтов.

Данная политика должна проводиться в сочетании с классическим инструментарием денежно-кредитной политики. Вполне обоснованной выглядит перспектива поэтапного снижения ключевой ставки Банка России в течении ближайшего полугодия до уровня показателя инфляции (ИПЦ) плюс два процентных пункта. Однако необходимо учитывать, что сами по себе действия мегарегулятора финансовых рынков, каким является Центральный банк, не смогут обеспечить оживление инвестиционной активности и экономического роста.

Для запуска механизмов экономического роста в национальной экономике необходимо повышение эффективности использования средств бюджета расширенного правительства.

Можно отметить следующие задачи. Во-первых, пересмотр структуры бюджетных расходов. Увеличение затрат на экономическую деятельность, которые составляют в настоящее время около 6,5% ВВП

²⁵ Сайт (economy.gov.ru) 26.06.2017.

²⁶ См. Elements of Effective Macroprudential Policies — Lessons from International Experience. International Monetary Fund, Financial Stability Board, Bank for International Settlements. 2016 Цит. по Деньги и кредит. 2017. № 6. С. 6–17.

страны. Снижение расходов на оборонный сектор (3,5% ВВП) и общественный порядок и безопасность (3,1%). Существует очевидная необходимость выделения дополнительных средств на здравоохранение (3,9% ВВП сегодня) и образование (4,3%)²⁷. Во-вторых, расширение использования методов государственно-частного партнерства при реализации инвестиционных проектов. Ресурсы федерального и регионального бюджетов в таком случае выступают в роли гарантий для корпоративных частных инвесторов. Ключевым моментом в таком случае является точная оценка внутренней нормы доходности и срока окупаемости инвестиционного проекта. В-третьих, необходимо использовать привлечение дополнительных ресурсов за счет увеличения государственного долга. Сохранение в течение ближайших пяти лет уровня дефицита федерального бюджета в объеме 2,0–2,5% ВВП не представляет угрозы стабильности финансовой системы. Опыт размещения облигационных займов ОФЗ в первой половине 2017 г. показывает наличие широкого спроса на эти ценные бумаги. Дефицит федерального бюджета за первое полугодие 2017 г. составил величину, соответствующую 1,7% ВВП, т.е. значительно ниже, чем в 2015 и 2016 гг.²⁸ Данное снижение дефицита бюджета может расцениваться как излишнее.

Успешность государственного вмешательства в экономику будет зависеть от эффективности рыночных отношений, т.е. базироваться на развитии национального финансового рынка.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В основе экономического застоя в российской экономике лежит долгосрочный тренд снижения инвестиционной активности, т.е. эффективности и темпов роста инвестиций в основной капитал, а также стагнации в сфере строительства. В мировой экономике происходило снижение

темпов экономического роста и инвестиций. Однако одновременно опережающими темпами продолжают расти объемы финансовых операций на глобальных финансовых рынках. Продолжающаяся финансиализация экономического роста оказалась не характерной для российского варианта развития национальной финансовой системы. В эпоху финансиализации ее инвестиционный потенциал на внутреннем финансовом рынке остается ограниченным. Российские финансовые институты также не смогли сыграть роль трансмиссионного механизма между финансовыми ресурсами глобального финансового рынка и российской национальной экономикой.

Возобновление роста ВВП в наиболее развитых экономиках США и ЕС создают дополнительный спрос на российскую экспортную продукцию, что обеспечивает более благоприятные условия для экономического роста в нашей стране. Привлечение трансграничных финансовых потоков также могло бы послужить интенсификации инвестиционного процесса. Однако ужесточение политически обусловленных санкций против финансовых и энергетических секторов российской экономики резко ограничивает данные возможности.

Исследованные в статье особенности российской финансовой системы свидетельствуют не столько о преимуществах, которые создает «особый путь» российской экономики, сколько об упущенных ею на этом «особом пути» возможностях. Неспособность лучше воспользоваться ресурсами как отечественной, так и мировой финансовой системы стало одной из причин потери инвестиционной привлекательности и недоиспользования инвестиционного потенциала национальной экономики. В настоящее время вопрос заключается в том, готова ли отечественная финансовая система после проведенной консолидации банков приступить к выполнению данных функций.

Рассмотренные выше направления и методы государственной финансовой политики призваны обеспечить преодоление накопленных диспропорций финансовой системы. Предстоит выработать вариант экономической политики на базе неокейнсианского теоретического синтеза инструментария денежно-кредитных и бюджетных стимулирующих мер. Отечественный вариант такого синтеза будет включать в себя учет национальной специфики, однако успешность государственного вмешательства в экономику будет зависеть от эффективности рыночных отношений, т.е. базироваться на развитии национального финансового рынка.

²⁷ Пути достижения всеобъемлющего экономического роста. Российская Федерация. Комплексное диагностическое исследование экономики. Группа Всемирного Банка. 2016. С. 163.

²⁸ Комментарии о государстве и бизнесе, Центр развития. НИУ ВШЭ. 13–26 июля 2017 г. № 137. С. 16.

Данный подход полностью соответствует общему экономическому направлению поиска методов совершенствования экономической политики, который происходит в мировой экономической теории и практике.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Epstein G. Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy, manuscript, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, December, 2001; Financialization and the World Economy. Ed. by G.A. Epstein. Edward Elgar Publ., 2006.
2. Паунович И. Проблемы реформы управления глобальной экономикой // Деньги и кредит. 2016. № 2. С. 12–23.
3. Minsky H.P. The Financial Instability Hypothesis. The Levy Economics Institute. Working Paper, 1992, no. 74.
4. Lane P.R. and Milesi-Ferretti G.M. International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis. IMF Working Paper, 2017, 17/115. May 10.
5. Мау В., Божечкова А., Кнобель А. и др. Российская экономика в 2016 году. Тенденции и перспективы. М.: Институт Гайдара, 2017.
6. Мау В. и др. Российская экономика в 2014 году. Тенденции и перспективы. М.: Институт Гайдара, 2015.
7. Summers L. Reflections on the New Secular Stagnation Hypothesis. In: Teulings C., Baldwin R. Eds. Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures. L.: CEPR Press, 2014, pp. 27–40.
8. Кудрин А., Гурвич Е. Новая модель роста для российской экономики // Вопросы экономики. 2014. № 2. С. 4–36.
9. Аганбегян А.Г. Экономика от стагнации к рецессии // Деньги и кредит. 2016. № 5. С. 46–52.

REFERENCES

1. Epstein G. «Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy», manuscript, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, December, 2001; Financialization and the World Economy. Ed. by G.A. Epstein. Edward Elgar Publ., 2006.
2. Paunovich I. Problems of the reform of the global economy management. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2016, no. 2, pp. 12–23. (In Russ.).
3. Minsky H.P. The Financial Instability Hypothesis. The Levy Economics Institute. *Working Paper*, no. 74, 1992.
4. Lane P.R. and Milesi-Ferretti G.M. International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis. IMF Working Paper, 17/115, May 10, 2017.
5. Mau V., Bozhechkova A., Knobel' A. et al. *Rossiiskaya ekonomika v 2016 godu. Tendentsii i perspektivy* [The Russian economy in 2016. Trends and Prospects]. Moscow: Gaidar Institute Press, 2017. (In Russ.).
6. Mau V. et al. *Rossiiskaya ekonomika v 2014 godu. Tendentsii i perspektivy* [The Russian economy in 2014. Trends and Prospects]. Moscow: Gaidar Institute Press, 2015. (In Russ.).
7. Summers L. Reflections on the New Secular Stagnation Hypothesis. In: Teulings C., Baldwin R. Eds. Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures. London: CEPR Press, 2014, pp. 27–40.
8. Kudrin A., Gurvich Ye. A new growth model for the Russian economy. *Voprosy ekonomiki = Economic Issues*, 2014, no. 2, pp. 4–36. (In Russ.).
9. Aganbegyan A.G. The economy from stagnation to recession. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2016, no. 5, pp. 46–52. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

Сергей Константинович Дубинин — доктор экономических наук, доцент, заведующий кафедрой финансов и кредита экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова (МГУ), член Наблюдательного совета Банка ВТБ (ПАО). С ноября 1995 г. по сентябрь 1998 г. — председатель Центрального банка России.
dsk@vtbcapital.com

ABOUT THE AUTHOR

Sergey Konstantinovich Dubinin — ScD (Economics), associate professor, Head of the Finance and Credit Department, the Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University; member of the Supervisory Board of VTB Bank (PJSC). From November 1995 to September 1998 Mr. Dubinin was Chairman of the Central Bank of Russia.
dsk@vtbcapital.com