

ПРОБЛЕМЫ ФОРМИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА В УСЛОВИЯХ УСИЛЕНИЯ НЕСТАБИЛЬНОСТИ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

Терновская Елена Петровна

К.э.н., профессор, Финансовый университет при
Правительстве РФ (г. Москва)
eptern@mail.ru

PROBLEMS OF FORMING OF INVESTMENT POTENTIAL IN CONDITIONS OF INCREASED INSTABILITY OF THE RUSSIAN ECONOMY

E. Ternovskaya

Summary. To maintain sustainable economic growth, it is necessary to provide financial support for the development of high-tech industries and technologies. An important role in this is played by financial intermediaries that ensure the transformation of savings into investments. However, their activities in Russia, for a number of reasons, do not yet allow the formation of sufficient investment potential, especially in the context of economic sanctions. Therefore, it remains important to search for additional tools that motivate the main institutions of the financial market and retail investors to expand their contribution to the financial support of the Russian economy. These include state support for corporate bonds of issuers that are strategically important for the economy, the creation of new instruments attractive to investors, and the increased participation of state funds in venture financing.

Keywords: investments, commercial banks, mutual funds, venture financing, corporate bonds, infrastructure bonds.

Аннотация. Для поддержания устойчивого роста экономики необходима финансовое обеспечение развития высокотехнологичных производств и технологий. Большую роль в этом играют финансовые посредники, обеспечивающие трансформацию сбережений в инвестиции. Однако в России их деятельность по ряду причин пока не позволяет сформировать достаточный инвестиционный потенциал, особенно в условиях экономических санкций. Поэтому остается важным поиск дополнительных инструментов, мотивирующих основные институты финансового рынка и розничных инвесторов к расширению их вклада в финансовую поддержку российской экономики. К ним можно отнести поддержку государством корпоративных облигаций стратегически важных для экономики эмитентов, создание новых привлекательных для инвесторов инструментов, активизацию участия государственных фондов в венчурном финансировании.

Ключевые слова: инвестиции, коммерческие банки, паевые инвестиционные фонды, венчурное финансирование, корпоративные облигации, инфраструктурные облигации.

Проблема поиска источников инвестиций для обеспечения экономического роста и сегодня является предметом исследований в научных статьях и практических разработках российских ученых. Это объясняется формированием в течение ряда лет негативных тенденций (учитывая и период после введения первых экономических санкций в 2014 г., когда вопрос об оценке и направлениях использования инвестиционных ресурсов стал еще более актуальным). В результате к новому этапу санкционного давления со стороны западных стран с весны 2022 года российская экономика так и не достигла существенно прогресса в повышении уровня своего технологического развития.

Определенным исключением может быть банковская сфера, где прогресс внедрения цифровых технологий является наиболее ощутимым, хотя проблема перехода на отечественное программное обеспечение

остается достаточно острой. Однако в целом коренных сдвигов в развитии высокотехнологичных отраслей не произошло. Данную тенденцию подтверждают данные Росстата, приведенные в таблице 1.

Ряд исследователей отмечают такие негативные тенденции, сформировавшиеся в сфере инвестиционной деятельности в России, как «усиление отраслевых и территориальных диспаритетов, рост зависимости от импорта инвестиционных товаров, ухудшение параметров технологического развития, сокращение доли затрат на НИР и НИОКР в ВВП, снижение возможностей заемного финансирования» [1]. Неблагоприятное влияние на технологическое развитие экономики оказывает устойчивое недофинансирование научных исследований и снижение доли затрат на исследования и разработки (с 1,5% ВВП в 2009 г. до 0,99% в 2018 г. [2]). Недофинансируют разработки в научно-технологической сфере и специально созданные для этих целей ин-

Таблица 1. Показатели уровня технологического развития российской экономики

	2017	2018	2019	2020	2021
Удельный вес инновационных товаров, работ, услуг в общем объеме товаров, работ, услуг в целом по экономике	7,2	6,5	5,3	5,7	н/д
В том числе в промышленном производстве	6,7	6,0	6,1	6,4	н/д
Удельный вес принципиально новых разработанных передовых производственных технологий в общем числе разработанных технологий в обрабатывающих производствах	7,5	6,8	6,6	5,8	10,3
Уровень инновационной активности предприятий в промышленном производстве	17,8	15,6	15,1	16,2	н/д

Таблица 2. Динамика структуры кредитного портфеля российских банков (составлено автором по [8])

Показатель	1.01.2017	1.01.2018	1.01.2019	1.01.2020	1.01.2021	1.01.2022
Доля корпоративных кредитов в активах банков	44,4	43,4	44,1	43,9	43,1	41,8
Доля корпоративных кредитов в ВВП	38,4	36,8	36,6	35,6	41,7	38,5
Доля кредитов физическим лицам в ВВП	14,6	13,3	14,3	16,1	18,7	18,8
Доля кредитов физическим лицам в активах банков	14,6	15,6	17,3	19,9	19,3	20,4

ституты (например, АО «РВК»), получая в течение ряда лет основные доходы от размещения средств на банковских депозитах и в ценных бумагах.

При этом определенным стимулом для развития технологических инноваций в 2020–2021 гг. стали условия пандемии, что повлекло расширение такой деятельности, прежде всего, в сфере информационно-коммуникационных технологий. Гораздо меньше это влияние сказалось на промышленных отраслях, что связано с сохранением высокого уровня нестабильности в экономике, усилившейся в результате санкционного давления с весны 2022 г. Не случайно эксперты ВШЭ отмечали, что несмотря на относительное восстановление инвестиционной активности обследованных предприятий в 2021 г., на деловую активность многих из них по-прежнему влияет высокое стрессовое напряжение «всех составляющих инвестиционного процесса», что подтверждает негативная, хотя и слабая тенденция снижения третьего измерителя — Индекса инвестиционных барьеров (ИИБ) [3].

Очевидно, при этом, что существенное значение для ускорения технологического развития реального сектора имеет наличие достаточного объема долгосрочных инвестиций и более активное применение эффективных механизмов инвестирования (например, проектного финансирования) [4]. Особенно остро сто-

ит вопрос об источниках инвестиционных ресурсов в регионах [5; 6; 7], для которых характерны не только общие проблемы национальной экономики, но и высокий уровень депрессивности регионального экономического развития.

Особую роль в привлечении инвестиций играют финансовые посредники, к которым относятся, прежде всего, **коммерческие банки**, участвующие в формировании инвестиционного потенциала путем:

- ◆ кредитования инвестиционных потребностей своих клиентов;
- ◆ осуществления инвестиционной деятельности в разнообразных формах (от приобретения ценных бумаг в инвестиционных целях до участия в сопровождении сделок IPO);
- ◆ формирования банковских розничных продуктов инвестиционной направленности (через паевые фонды, инвестиционное страхование жизни и т.п.).

Особую роль играют в процессе формирования инвестиций институты коллективного инвестирования — паевые фонды, негосударственные пенсионные фонды, некредитные финансовые организации. А на финансирование инноваций — как средства обеспечения экономического роста — направлена деятельность венчурных инвесторов.

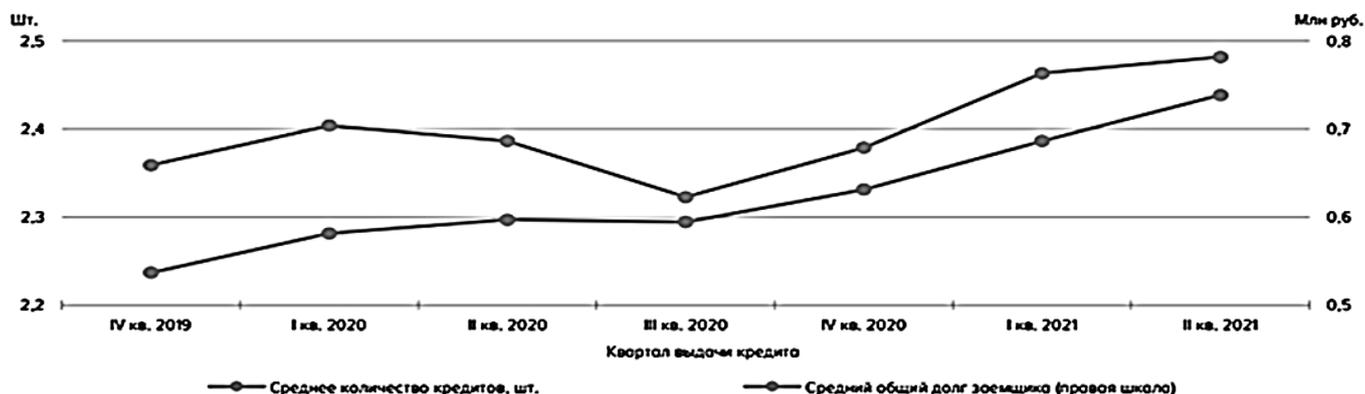


Рис. 1. Среднее количество кредитов и задолженность на одного заемщика, получившего необеспеченный потребительский кредит [9]

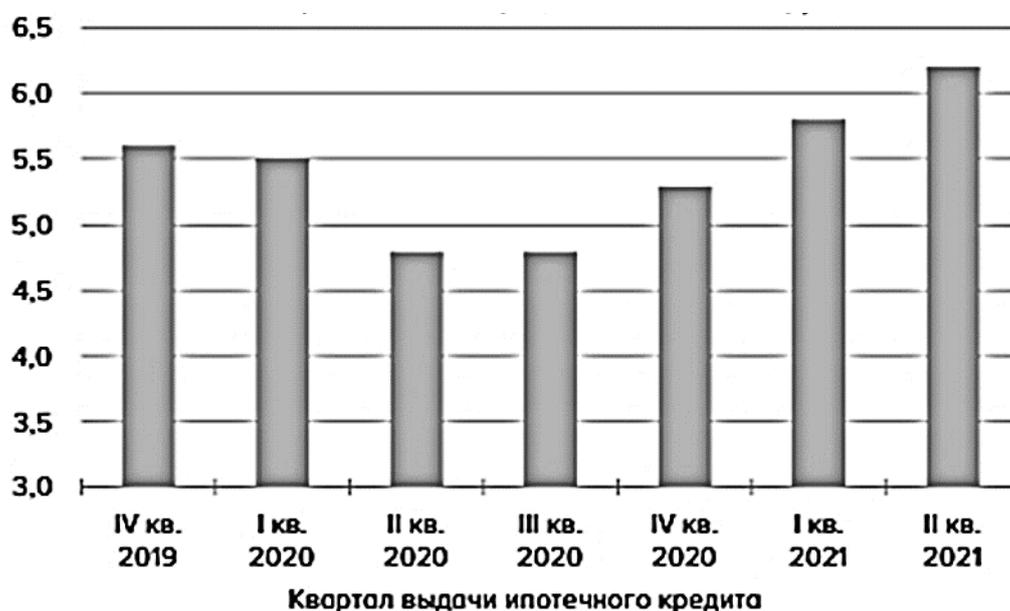


Рис. 2. Доля кредитов ипотеки, по которым за квартал до получения был взят потребительский кредит свыше 100 тысяч рублей

Однако, как показывает практика, особенностями деятельности участников финансового рынка в преобразовании сбережений в инвестиции можно считать наличие целого ряда серьезных диспропорций:

- ◆ между распределением привлеченных банками средств на инвестиционные и неинвестиционные цели;
- ◆ в фондировании долгосрочного инвестиционного кредитования;
- ◆ в отраслевом распределении привлеченных средств;
- ◆ в структуре распределения средств коллективных инвесторов;
- ◆ в финансировании венчурных проектов.

Так, в структуре кредитного портфеля банков доля потребительского кредитования, особенно необеспеченного нецелевого, постепенно увеличивается, что определяет снижение возможностей инвестиционного кредитования (таблица 2).

С другой стороны, расширение потребительского кредитования сопровождается потенциальным ростом дефолтов в результате роста среднего количества кредитов и объема задолженности, приходящегося на одного заемщика (рис. 1).

В этом же направлении действует рост доли ипотечных кредитов, по которым некоторое время до заклю-

Таблица 3. Динамика долгосрочных ресурсов банковского сектора (составлено автором)

Показатель	1.01.2018	1.91.2019	1.01.2020	1.01.2021	1.10.2021
Степень использования краткосрочных обязательств как источник формирования долгосрочных активов,%	32,5	35,2	38,7	43,6	44,6
Доля привлеченных средств сроком свыше 1 года в общем их объеме	32,1	29,9	31,1	29,4	26,6
Доля привлеченных средств сроком свыше 3-х лет в общем их объеме	13,5	9,2	11,4	12,0	8,7

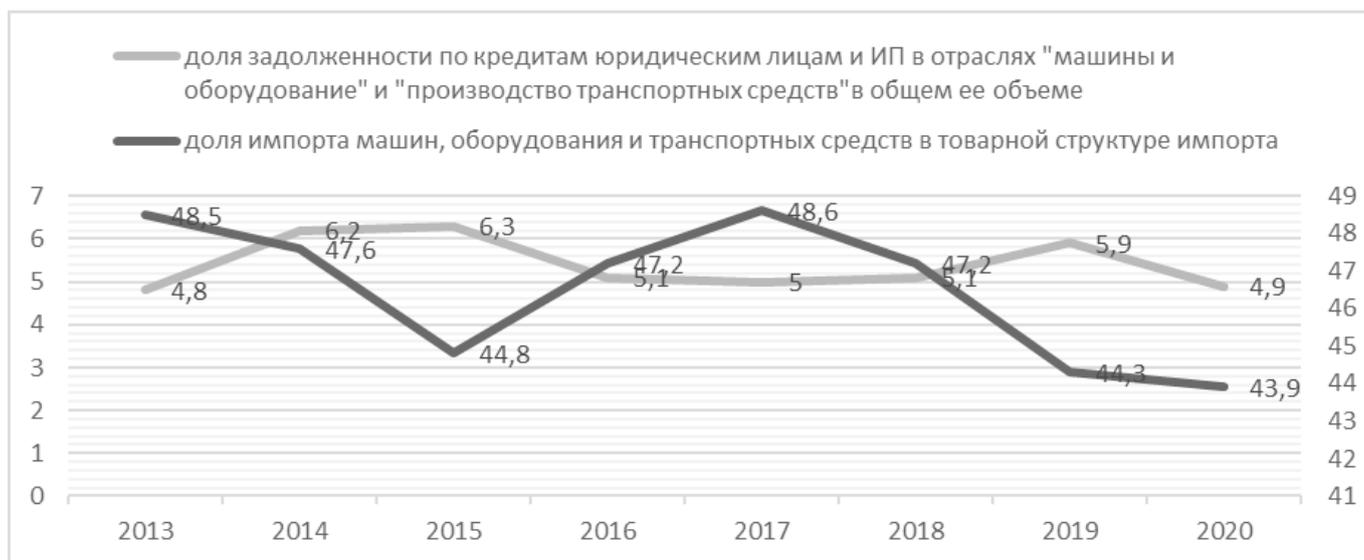


Рис. 3. Динамика удельного веса кредитования отрасли «производство машин и оборудования» и «производство транспортных средств» и их доли в товарной структуре импорта в 2013–2020 гг.

чения ипотечного кредитного договора заемщики получали потребительский кредит достаточно большого размера (рис. 2).

В результате банки будут вынуждены создавать больше резервов по таким кредитам, что еще существенно ограничит их возможность кредитовать инвестиционные потребности экономики.

Во-вторых, имеет место сокращение источников долгосрочных инвестиций, что подтверждает динамика доли привлеченных на относительно длинные сроки средств и степень использования для формирования долгосрочных активов краткосрочных обязательств клиентов банков (табл. 3).

Данная тенденция стала особенно очевидной в условиях резкого роста ключевой ставки в начале 2022 г., что привело к такому же значительному росту ставок по банковским депозитам (для предотвращения массового оттока средств вкладчиков) при расширении но-

менклатуры именно краткосрочных вкладов. Это было вполне оправданно в условиях ожидания последующего изменения ключевой ставки, которая за несколько месяцев снизилась с 20% до 9,5% (в июне 2022 г.), но не дает возможности сформировать необходимый объем долгосрочных ресурсов.

Сохраняются структурные перекосы в отраслевой направленности кредитования, и практически не увеличивается низкая доля банковских кредитов в финансировании инвестиций в основной капитал.

Так, доля задолженности по кредитам юридических лиц-резидентов и индивидуальных предпринимателей в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах в процентах к общему ее объему в отрасли «производство машин и оборудования» и «производство транспортных средств и оборудования» на протяжении последних 5 лет не превышала соответственно 2,0 и 4,3%. В результате такое недофинансирование промышленных отраслей отражается и на динамике импорта ин-

вестиционных товаров, которая явно коррелировала со снижением доли кредитования машиностроения (рис. 3) [10].

Особенно чувствительным может стать такое недофинансирование при сокращении, а в ряде случаев и полном отказе западных стран продолжать поставки высокотехнологического оборудования в рамках санкционных ограничений.

На низком уровне остается на протяжении почти десяти лет доля кредитов банков в инвестициях в основной капитал, которая только в 2016–2018 гг. достигала максимальной величины в 11,2%, а к началу 2022 г. снизилась до 9,8%. В связи с этим предлагаются такие меры по расширению инвестиционной активности банков, как «дифференциация банковской системы, введение института инвестиционных банков, дальнейшее развитие рынка ценных бумаг и появление новых финансовых инструментов, представляющих интерес для различных категорий инвесторов и встраиваемых в механизмы межбанковского рынка» [11].

Явно не способствует расширению инвестиционных потребностей отраслевая структура рынка *корпоративных облигаций*, в которой максимальную долю на рынке к концу 2021 г. по-прежнему сохраняли нефтегазовый сектор (27,0%), банки (20,50%), а в целом на финансовый сектор, включая финансовые (структуры ДОМ РФ и ВЭБ) и лизинговые компании, приходилось 38,4% их общего объема [12].

В свою очередь, в структуре вложений таких институциональных инвесторов, как *паевые инвестиционные фонды*, за два года к третьему кварталу 2021 г. увеличилась доля вложений в иностранные ценные бумаги в ОПИФах — с 20,9% до 30,9%, в интервальных фондах — с 42,8 до 44,2%. Основными эмитентами при этом были фонды, объединяющие портфели акций 500 крупнейших компаний США и 600 европейских компаний, что фактически означает оказание поддержки технологического развития в зарубежных странах в ущерб финансированию собственных компаний [13].

С другой стороны, рост числа розничных инвесторов позволяет стимулировать развитие ограниченного числа предприятий в экспортноориентированной и финансовой сфере в России, а также ряда ведущих западных компаний. Так, в структуре портфеля частного инвестора, по данным Московской биржи, в первой половине 2021 года преобладали акции Газпрома (19,4%), Норникеля (16,2%), Сбербанка (21,3%), Аэрофлота (8,1%), ЛУКОЙЛа (7,7%), МТС (7,4%), Сургутнефтегаза (7,2%), Северстали (6,6%), ценные бумаги Yandex (6,1%), а также таких иностранных компаний, как Tesla (22,5%),

Alibaba (19,4%), Apple (14%), Boeing (7,6%), Amazon (5,9%), Intel (5,7%).

Если же обратиться к структуре *венчурного финансирования*, то ее характерными особенностями остаются акцент на развитие подсектора электронной коммерции (куда направляется более половины от общего объема венчурных инвестиций), а также вложения фондов с российскими корнями в иностранные компании за рубежом).

При этом экспертами Счетной палаты отмечается отсутствие спроса на инновационные технологические продукты со стороны крупного бизнеса, с одной стороны, и сокращение участия государственных фондов в финансировании венчурных сделок в 2021 г. (что во многом было связано с реформированием российских институтов развития), с другой [14].

При широком перечне мер государственной поддержки инвестиций и инноваций, декларируемых как на региональном, так и на федеральном уровне, они пока не дали значимого социально-экономического эффекта. Этот перечень был существенно расширен в 2022 г. в связи с необходимостью преодоления негативных последствий экономических санкций, но пока трудно оценить их эффективность (хотя вряд ли отсрочка уплаты утилизационного сбора в машиностроении [15] или кредиты по ставке для среднего бизнеса на уровне до 13,5% по программе «ПСК Инвестиционная» Корпорации МСП и Банка России смогут существенно изменить положение). Поэтому остается важным поиск дополнительных инструментов, мотивирующих основные институты финансового рынка и розничных инвесторов к расширению их вклада в финансовую поддержку российской экономики.

Так, для коммерческих банков такими стимулами могут стать возможность включения корпоративных облигаций наиболее значимых для технологического перевооружения экономики эмитентов, обеспеченных государственными гарантиями, в ломбардный список Банка России и разрешение банкам учитывать их в составе высоколиквидных активов (аналогично ипотечным облигациям ДОМ.РФ), что позволит расширить как доступ к инструментам рефинансирования ЦБ, так и потенциальную базу инвесторов. При этом особенно актуальными такие гарантии (включая гарантии по инвестиционным кредитам) являются для региональных предприятий-эмитентов, стратегически важных для региона, прежде всего, несырьевых отраслей и производств, позволяющих в сжатые сроки заменить иностранных поставщиков жизненно важных товаров.

Для паевых фондов и розничных инвесторов новым привлекательным объектом вложений могут стать инфраструктурные облигации на цели создания или поддержания промышленной инфраструктуры, выпускаемые под эгидой государства и предполагающие возможные налоговые льготы при размещении в них средств институциональных и частных вкладчиков. Пока масштабный выпуск таких облигаций планируется для дорожного и жилищного строительства, создания коммунальной и транспортной инфраструктуры в городах. Не менее важным в условиях экономических санкций становится обеспечение такой инфраструктурой промышленных градообразующих предприятий.

Расширению возможностей финансирования промышленных инноваций может способствовать дальнейшее развитие таких ключевых факторов, как формирование государственного заказа на их разработку (примером может служить появление системы ГЛО-

НАСС, изначально созданной для военных целей), расширение грантовой поддержки научных разработок (при условии доведения подавляющей части из них до серийного производства продукции) и венчурных проектов. Активное участие государства в их продвижении, как правило, стимулирует к участию в этом процессе и частных инвесторов.

При этом очевидно, что любые меры по расширению инвестиционного потенциала российской экономики не дадут необходимого эффекта без кардинального увеличения числа как розничных, так и коллективных инвесторов на основе повышения доходов населения и предприятий. В свою очередь, именно инвестиции могут способствовать развитию производства, обеспечению занятости и повышению уровня благосостояния населения России, что позволило бы ему более активно вкладывать сбережения в финансовые инструменты инвестиционной направленности.

ЛИТЕРАТУРА

1. Шулепов Е.Б., Задумкин К.А., Румянцев Н.М., Лукин Е.В. Инвестиционная деятельность в российской экономике: проблемы и направления активизации // *Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз*. 2021. Том 14. № 3. С. 83–98.
2. Мазилев Е.А., Давыдова А.А. Научно-технологическое развитие России: оценка состояния и проблемы финансирования // *Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз*. 2020. Т. 13. № 5. С. 55–73.
3. Лола И.С. Инвестиционная активность промышленных предприятий России в 2021 г.: стратегические приоритеты и тенденции импортозамещения // *Инвестиции в России*. 2022. № 3. С. 25–34.
4. Галас М.Л. Актуализация инструментов инвестирования в Российской Федерации и странах ЕС: государственно-политический дискурс. Гуманитарные науки. *Вестник Финансового университета*. 2021. № 11(5). С. 72–77.
5. Капранова Л.Д. Основные направления финансовой поддержки инвестиционной активности и экономического роста в регионах России // *Региональная экономика: теория и практика*. 2018. Т. 16. № 5. С. 792–804.
6. Турыгин О.М. Рост инвестиций в основной капитал экономики региона за счет увеличения заемного финансирования // *Экономика региона*. 2020. Т. 16. № 4. С. 1348–1361.
7. Румянцев Н.М. Активизация инвестиционной деятельности региона в условиях постпандемии // *Вестник Омского университета*. Серия: экономика. 2021. Т. 19. № 2. С. 117–130.
8. Банк России. Статистические показатели банковского сектора Российской Федерации, апрель 2022. URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/review/
9. Банк России. Анализ тенденций в сегменте розничного кредитования на основе данных бюро кредитных историй. Информационно-аналитический материал, М., 2021.
10. Терновская Е.П. Влияние особенностей банковского кредитования на инфляционные процессы в российской экономике // *Финансовый бизнес*. 2021. № 7. С. 90–94.
11. Ковалева Н.А. Точки роста российской экономики: инвестиционный потенциал банковской системы, где он? // *Банковское дело*. 2021. № 4. С. 10–15.
12. Обзор рынка рублевых облигаций за 2021 г. Специальный обзор группы компаний «Регион». URL: https://region.broker/upload/iblock/f6e/Рынок_облигаций_2021.pdf
13. Travkina E.V., Ternovskaya E.P., Fiapshev A.B. The role of non-bank financials in the formation of long-term resources for economic growth in Russia // *Economies*. № 10(1). January 2022. URL: <https://www.mdpi.com/2227-7099/10/1/23>
14. Счетная палата РФ. Отчет о результатах экспертноаналитического мероприятия «Анализ механизмов венчурного и прямого инвестирования, осуществляемого с использованием средств федерального бюджета». — М., 2020.
15. Постановление Правительства РФ от 4 марта 2022 года № 287 (об отсрочке уплаты утилизационного сбора для поддержки автопроизводителей).

© Терновская Елена Петровна (eptern@mail.ru).

Журнал «Современная наука: актуальные проблемы теории и практики»