

Учредитель:  
ЗАО «ЭЖ МЕДИА»  
Издатель: АНО «Академия  
менеджмента и бизнес-  
администрирования»



Выходит с апреля 1958 г.  
(до марта 1992 г.  
издавался под названием  
«Экономические науки»)  
Выпускается шесть раз в год

 ИД «Экономическая газета»

ISSN 0130-9757

# РОССИЙСКИЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ

## СО Д Е Р Ж А Н И Е

### Эволюция новой экономической системы

- С. Г л а з ь е в. Очередной документ прокризисной стратегии  
«мегарегулятора» (о неприемлемости центробанковского  
проекта «Основных направлений единой государственной  
денежно-кредитной политики на 2017 год и на период 2018  
и 2019 годов») 3
- М. Е р ш о в, А. Т а н а с о в а, В. Т а т у з о в. К вопросу о  
достаточности/недостатке ликвидности в экономике России 28

### Мировое хозяйство

#### *Постсоветский регион*

- Б. З а р и ц к и й. Постсоветское пространство как объект  
внешнеэкономической активности ФРГ 40

#### *Восточноевропейские варианты*

- С. Г л и н к и н а, Н. К у л и к о в а. Евроинтеграционная модель  
постсоциалистической трансформации стран Центрально-  
Восточной Европы и их экономическая динамика (окончание) 52

### Экономика, наука и образование

- А. Л ю б и н и н. «Украденное знание», или много шума из ничего  
(по поводу утверждений о наличии неоклассических  
заимствований из классической политэкономии) 70

### Критика и библиография

- Ю. В и н с л а в. Управление интегрированным бизнесом:  
теоретические и методические аспекты (заключение к монографии) 83

**Информационное сопровождение номера**

Contents	102
Abstracts	103
Аннотации	107

**Редакционная коллегия:**

*А. Ю. Мелентьев* (главный редактор), кандидат экономических наук; *С. А. Батчиков*, кандидат экономических наук; *Ю.Ю. Болдырев*, кандидат экономических наук; *Ю.Б. Винслав*, доктор экономических наук, профессор; *С.Ю. Глазьев*, действительный член РАН; *Р.С. Гринберг*, член-корреспондент РАН; *Р.Р. Гумеров*, кандидат экономических наук, доцент; *В.Е. Дементьев*, член-корреспондент РАН; *Д.Н. Земляков* (заместитель главного редактора), доктор экономических наук, профессор; *В.Т. Иванов*, кандидат экономических наук, доцент; *В.В. Куликов*, доктор экономических наук, профессор; *В.Н. Лексин*, доктор экономических наук, профессор; *А.Б. Любинин*, доктор экономических наук, профессор; *А.А. Масленников*, кандидат экономических наук; *Ю.А. Петров*, кандидат экономических наук; *А.А. Пороховский*, доктор экономических наук, профессор; *Б.Н. Порфирьев*, действительный член РАН; *С.Н. Сильвестров*, доктор экономических наук, профессор; *Г.Г. Чибриков*, доктор экономических наук, профессор; *А.Н. Швецов*, доктор экономических наук, профессор; *А.А. Шулус*, доктор экономических наук, профессор; *Ю.В. Якутин*, доктор экономических наук, профессор

Адрес редакции:

125319, Москва, ул. Черняховского, 16

Телефон: (499)152-79-41

Адрес в Интернет-сети: [www.re-j.ru](http://www.re-j.ru)

e-mail: [re-j@ideg.ru](mailto:re-j@ideg.ru)

Регистрация: Министерство связи и массовых коммуникаций РФ,  
ПИ № ФС 77-44043 от 1 марта 2011 г.

Центр доредакционной подготовки ИД «Экономическая газета»

Оригинал-макет и компьютерная верстка *Н.И.Талаловой*

Подп. в печать 27.12.2016. Формат 70x100 1/16

Гарнитура Таймс. Печать офсетная. Усл. печ. л. 7

Тираж 950 экз. Заказ № 327

Отпечатано в типографии ООО «Медиа-Гранд»

152900, г. Рыбинск, ул. Луговая, д. 7,

тел.: (495) 979-75-07

Цена свободная

© Академия менеджмента и бизнес-администрирования, 2016

## **К ВОПРОСУ О ДОСТАТОЧНОСТИ / НЕДОСТАТКЕ ЛИКВИДНОСТИ В ЭКОНОМИКЕ РОССИИ**

Актуальность этого вопроса очевидна прежде всего в контексте проблемы источников расширенного воспроизводства, активно обсуждаемой в последнее время на самом высоком уровне в качестве ключевой для преодоления кризисных процессов и для модернизации российской экономики, ее вывода на траекторию быстрого, устойчивого и инновационного роста<sup>1</sup>. При этом ряд аспектов темы достаточности/недостатка ликвидности в нашей экономике (в том числе в банковской сфере) вызывает разногласия. Так, некоторые участники соответствующей дискуссии полагают, что денег достаточно, но они не востребованы и экономике не нужны. Другие считают, что экономика, наоборот, остро нуждается в деньгах, однако высокие процентные ставки исключают их производственно-инновационное использование. Каков же правильный ответ на вопрос, сформулированный в заголовке настоящей статьи?

В публикациях ее авторов, в том числе в «Российском экономическом журнале»<sup>2</sup>, неизменно акцентировался тот факт, что уровень монетизации экономики в России остается одним из самых низких в мире (см. рис. 1). А это свидетельствует, скорее, о *нехватке*, нежели об избытке, денег в экономике РФ. Дополнительная аргументация данного тезиса и обоснование вытекающих из него мер монетарной политики и предлагается вниманию читателей.

**1. Профицит ликвидности или дефицит инвестиций?** Именно нехватка денежных средств в последние годы — один из ключевых факторов фиксируемых статистикой низких или даже негативных темпов прироста инвестиций (см. рис. 2). Между тем высокие темпы инвестирования — непереносимое условие технологической модернизации экономики, ее успешного выхода из кризиса и благополучного посткризисного развития. Реализации этих стратегических задач, таким образом, не способствуют, на наш взгляд, твердая приверженность Банка России приоритету «таргетирования инфляции», соответственно — его планы сохранения в трехлетнем

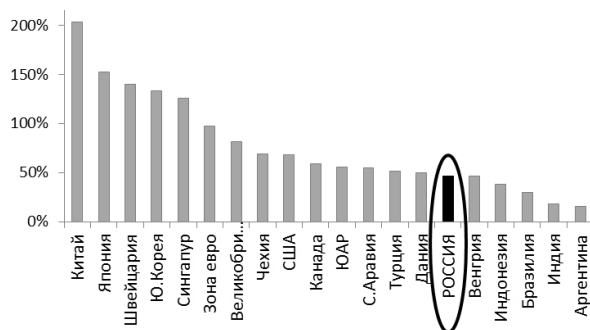
---

*Михаил Владимирович Ершов*, доктор экономических наук, главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов; *Анна Stanisлавовна Танасова*, *Виктор Юрьевич Татузов*, кандидаты экономических наук, сотрудники названного института.

<sup>1</sup> Так, выявление источников экономического роста и способов их задействования было определено в качестве главной задачи участников заседания Экономического совета при Президенте РФ в мае 2016 г. См. об этом, в частности: Глазьев С. В «тысячу первый» раз о выборе между стратегиями социально-экономической деградации страны и современного народнохозяйственного развития (заметки участника заседания Экономического совета при Президенте РФ) // Российский экономический журнал. — 2016. — №3.

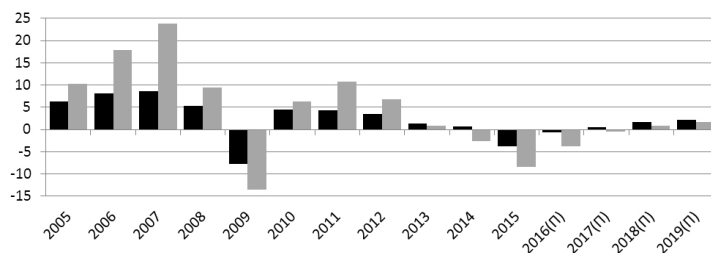
<sup>2</sup> См., в частности, следующие материалы настоящего издания: Ершов М. Снова к проблеме «рост монетизации российской экономики и инфляционные риски». — 2013. — №1; е г о ж е. Об обеспечении валютной стабильности и о новых финансовых механизмах в условиях санкционного режима. — 2014. — №5; Ершов М., Танасова А., Татузов В., Лупандина О. Финансовая сфера: о некоторых событиях и итогах 2014 года. — 2015. — №1; Ершов М., Татузов В., Лупандина О. Укрепление рубля как фактор восстановления экономического роста и противодействия инфляции. — 2016. — №1.

горизонте жесткой денежно-кредитной политики<sup>3</sup>. «Сохранение достаточно жестких условий заимствования капитала и общей неуверенности инвесторов приведет к сокращению накопления основного капитала»<sup>4</sup>, — прогнозируют эксперты Министерства экономического развития РФ.



Источники: данные МВФ и статорганов соответствующих стран

**Рис. 1.** Монетизация экономик ряда стран (M2/ВВП), %



Источники: данные Росстата и Минэкономразвития России

**Рис. 2.** ВВП и инвестиции: реальные темпы прироста в 2005—2015 гг. (факт) и в 2016—2019 гг. (базовый сценарий Минэкономразвития России, октябрь 2016), г/г, %.

В 2000-х годах экономический рост основывался главным образом на притоке доходов от экспорта, высоких показателях внешнего корпоративного долга, бурном росте потребительского кредитования. Инвестиции же в основной капитал, особенно долгосрочные, в целом играли второстепенную воспроизводственную роль. Однако кризисы 2008—2009 гг. и 2015—2016 гг. со всей очевидностью показали необходимость изменения российской модели экономического роста и повышения его качества, проведения модернизации, увеличения роли долгосрочных инвестиций в инновационные проекты.

Императивность интенсификации инвестиционных процессов определяется еще и тем, что отдача от капиталовложений не является мгновенной, т.е. инвестиции

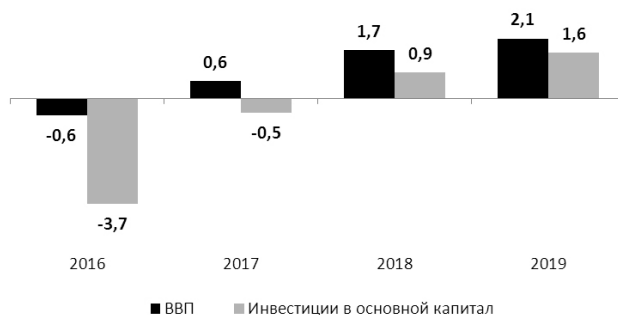
<sup>3</sup> См. проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов» от 27 сентября 2016 г. [URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2017\(2018-2019\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2017(2018-2019).pdf). — С.3]. **От редакции:** подробно о проекте центробанковской «трехлетки» см. публикуемый в настоящем номере материал С.Ю. Глазьева.

<sup>4</sup> Сценарные условия, основные параметры прогноза социально-экономического развития РФ. — URL: <http://economy.gov.ru/minec/about/structure/depmacro/20160506>. — С.16.

начинают оказывать основной общеэкономический эффект лишь с примерно двух-летним временным лагом. Поэтому наращивание инвестиций требуется уже сейчас — для обеспечения более высоких темпов экономического роста после кризиса.

Хотя регуляторы, конечно, периодически в той или иной мере подпитывают экономику РФ ликвидностью, многие предприятия сталкиваются с нехваткой свободных денежных средств, что не в последнюю очередь связано с высоким уровнем процентных ставок; во многом из-за этого в экономике и наблюдается дефицит инвестиций. Согласно итогам опросов РСПП, в число главных проблем для российских компаний в июне 2016 г. входили: а) неплатежи контрагентов; б) нехватка оборотных средств; в) недоступность заемных финансовых ресурсов; г) сокращение инвестпрограмм<sup>5</sup>. Кроме того, по данным Росстата, недостаток финансирования — один из пяти главных факторов, ограничивавших деятельность строительных организаций в России во втором квартале 2016 г.<sup>6</sup> При этом простаивают мощности, сохраняется высокий уровень износа основных фондов (в последние годы он даже повышается), а значит, требуется их масштабное обновление. Дефицит финансовых средств усугубляет эти проблемы.

**2. Инвестиции: прогнозируются низкие темпы прироста.** Согласно официальным прогнозам, реальное падение ВВП, инвестиций и иных ключевых макроэкономических показателей, наблюдавшееся в 2015 г., может продолжиться до конца 2017 г. (см. рис. 3). При этом в кризисных условиях резко снизились стимулы к инвестированию в новые технологические проекты, проекты, расширения номенклатуры товарной продукции, охраны окружающей среды и привлечения дополнительной рабочей силы. Инвестиционные возможности ограничиваются в связи с рядом обстоятельств, включая: а) принятие вследствие кризиса заниженных краткосрочных и среднесрочных планов; б) нехватку «длинных» финансовых ресурсов; в) отсутствие необходимой ясности относительно дальнейшей динамики курса рубля; г) низкую эффективность методов противодействия кризису и возобновления роста; д) наличие серьезных внешних и внутренних рисков.



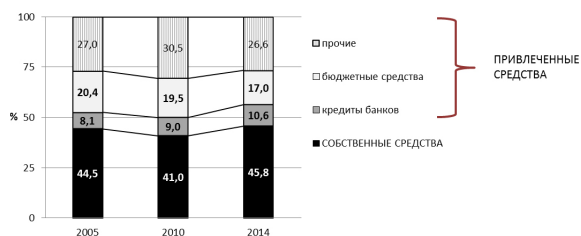
Источники: данные Минэкономразвития России

**Рис. 3.** Официальный прогноз Минэкономразвития России темпов роста инвестиций и ВВП РФ в 2017—2019 гг. (базовый сценарий), г/г, %.

<sup>5</sup> См.: Антикризисный мониторинг, РСПП, июнь 2016 г. (URL: <http://xn--olaabe.xn--plai/library/view/145>).

<sup>6</sup> См.: URL: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/business/stroit/stroi29g.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/business/stroit/stroi29g.htm).

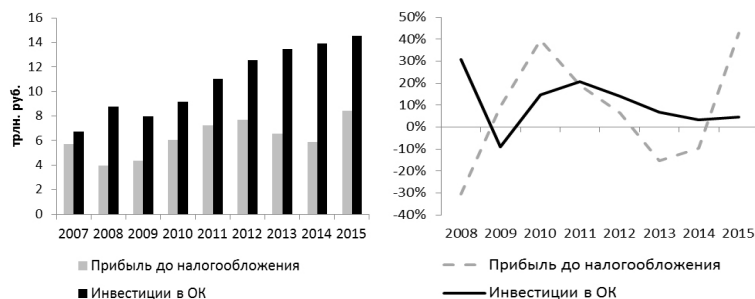
**3. Об источниках инвестиций и монетизации российской экономики.** Роль отдельных источников фондирования сильно варьируется в зависимости от отраслей и со временем меняется. В России в структуре источников инвестиций в основной капитал высокую долю традиционно занимают собственные средства предприятий, формирующиеся из прибыли организаций (см. рис. 4). При этом их доля в последние годы повышается.



Источник: данные Росстата

**Рис. 4.** Инвестиции в основной капитал в России в 2005—2014 гг.: структура по источникам, %.

В 2015 г. в экономике в целом прибыль до налогообложения возросла более чем на 40% — на 2,5 трлн руб. (см. рис. 5). Однако, хотя именно прибыль является одним из основных источников инвестиций, предприятия повысили последние всего на 5% (а в реальном выражении объем инвестиций в 2015 г. сократился). Это свидетельствует о том, что предприятия предпочитают формировать резервы, а не инвестировать их в производство, в частности, из-за своей неуверенности в благоприятных перспективах изменения макроэкономической среды.



А) номинальный объем, трлн руб.

Б) прирост номинальных объемов, г/г, %

Источник: данные Росстата

**Рис. 5.** Динамика прибыли и инвестиций организаций в России в 2007—2015 гг.

В то же время доля инвестиций за счет кредитов банков сократилась с 10,2% в первом квартале 2013 г. до 7,9% в первом квартале 2016 г. В целом роль банковского кредитования в финансировании инвестиций в основной капитал в России традиционно невелика. Его соответствующая доля не достигает и 10%, тогда как в развитых странах доля банковских кредитов в общем объеме инвестиций превышает 30%, а в странах с развивающимися рынками находится на уровне около 15%.

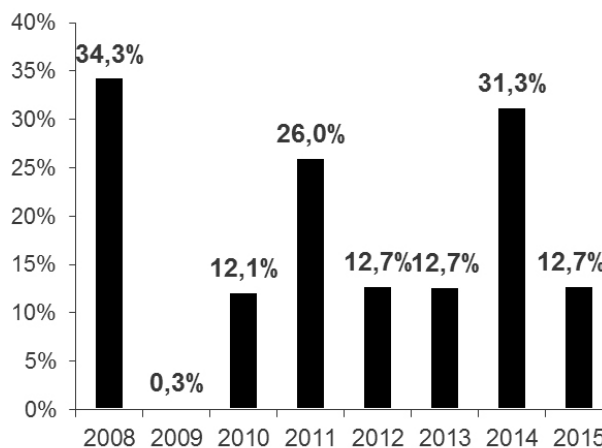
В нашей стране совокупный объем выданных за год кредитов нефинансовым организациям почти вдвое превышает объем инвестиций в основной капитал в экономике в целом (см. рис. 6), причем 98% выдаваемых банковских кредитов нефинансовому

сектору направляется на финансирование текущей деятельности. В 2015 г. по сравнению с 2014 г. общий объем кредитов, выданных нефинансовым организациям, сократился на 11%, или на 4 трлн руб. (до 34 трлн). При этом портфель их задолженности перед банками вырос почти на 13% (см. рис. 7). При снижении объема выданных кредитов рост задолженности объясняется их пролонгацией, реструктуризацией и т.д. Отметим, что в период до кризиса 2008—2009 гг. среднегодовые темпы прироста портфеля задолженности превышали 30%.



Источники: данные Росстата и ЦБ РФ

**Рис. 6.** Объем инвестиций в основной капитал и объем кредитов, выданных российским банковским сектором предприятиям-резидентам в 2009—2015 гг., трлн руб.

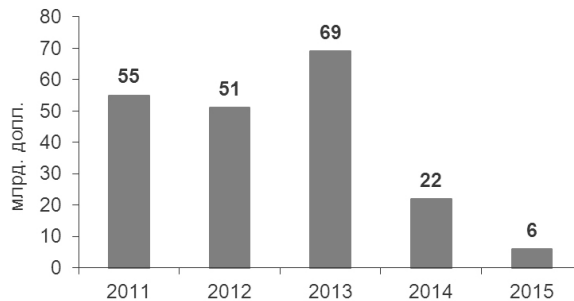


Источники: данные Росстата и ЦБ РФ

**Рис. 7.** Динамика задолженности нефинансовых организаций перед российскими банками в 2008—2015 гг., г/г, %.

Средства из бюджетов разных уровней, на которые приходится значимая часть инвестиций в основной капитал, в 2014 г. сократились даже в номинальном выражении — почти на 8% по сравнению с 2013 г. В первом квартале 2016 г. их доля в инвестициях составила всего 9% (в первом квартале 2013 г. — 11,6%).

В последние годы во многом из-за западных санкций происходит сокращение займов, прямых иностранных инвестиций и других внешних источников финансирования (см. рис. 8). И весьма вероятно, что зарубежные финансовые источники и в среднесрочной перспективе останутся ограниченными; это — одна из причин указанных выше невысоких, согласно официальным прогнозам, темпов прироста инвестиций в ближайшие годы (см. рис. 2,3). Тем не менее, как следует из денежной программы Банка России, главным источником формирования денежных средств в экономике по-прежнему остается внешняя сфера (см. табл.). А это означает сохранение рисков, которым многие годы подвергалась российская финансовая система. Речь идет о рисках внешнеэкономического (например, через ухудшение функционирования каналов финансирования) и внешнеполитического воздействия.



Источник: URL: <http://www.tradingeconomics.com>

**Рис. 8.** Прямые иностранные инвестиции в экономику РФ в 2011—2015 гг. (расчитано по методологии платежного баланса), млрд долл.

**Денежная программа Банка России на 2017—2019 гг. (базовый сценарий, трлн руб.)**

	2016 (оценка)	2017	2018	2019
Денежная база	9,2	9,7	10,2	10,7
Чистые международные резервы	27,6	28,7	29,1	29,5
Чистые внутренние активы	-18,4	-19,0	-18,9	-18,8

Источник: URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2017\(2018-2019\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2017(2018-2019).pdf). — С. 46.

**4. К проблемам дефицита/профицита ликвидности в банковском секторе.**

С началом кризиса 2008—2009 гг. банковская система России перешла в состояние структурного дефицита ликвидности. Коммерческие банки стали на регулярной основе прибегать к более масштабным операциям рефинансирования Банка России, а регулятор принял ряд мер по расширению возможностей и повышению гибкости схем рефинансирования.



Это привело к значительному росту задолженности банков перед регулятором, причем ее максимум был достигнут к началу 2015 г. и составил 9 трлн руб., или 12% совокупных пассивов сектора (см. рис. 10). Кроме того, в 2014—2015 гг. около 30 банков были докапитализированы государством на общую сумму почти в 1 трлн руб.

Таким образом, в настоящее время ситуация изменилась: банки все меньше испытывают потребность в ресурсах ЦБ РФ. Роль Банка России в пассивах снижается (см. рис.9), и объем операций рефинансирования в первом полугодии 2016 г. заметно сократился (см. рис.10).

В первом полугодии 2017 г. регулятор прогнозирует формирование структурного *профицита* ликвидности. Ключевой причиной этого называется активное расходование Резервного фонда и ФНБ<sup>7</sup>, в связи с чем глава ЦБ РФ заявила: «В настоящее время наблюдается структурный дефицит ликвидности, но его величина существенно снизилась по сравнению с пиковыми значениями прошлого года. Мы учитываем, что переход к профициту ликвидности произойдет в следующем году, так как расходы из федеральных фондов должны сократиться в условиях более благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры»<sup>8</sup>.

Представляется, однако, что, во-первых, профицит ликвидности существует только у отдельных, преимущественно крупных, банков, тогда как у всего банковского сектора этот профицит пока находится лишь в стадии формирования. Во-вторых, учитывая упомянутые выше опросы, а также ситуацию в различных отраслях экономики, складывающийся профицит ликвидности на наш взгляд, является главным образом следствием запретительно высоких процентных ставок, по которым средства не могут быть востребованы со стороны экономики (подробнее об этом речь пойдет далее).

---

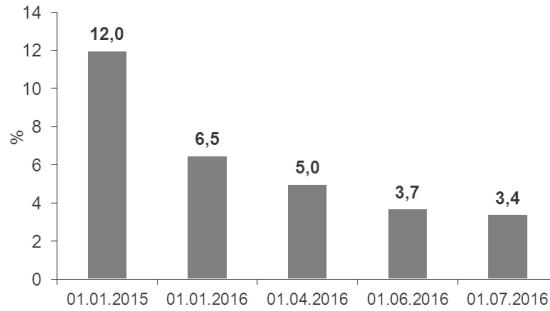
<sup>7</sup> По этому поводу, хотелось бы, опираясь на материалы Банка России и публикации в СМИ, отметить следующее. Устойчивая потребность банков в привлечении ликвидности путем осуществления операций с Банком России — характерная черта структурного дефицита ликвидности. Обратная ситуация, т. е. отсутствие у банков серьезной потребности в привлечении ликвидности путем операций с ЦБ РФ и наличие устойчивой потребности кредитных организаций в размещении средств в Банке России, называется структурным профицитом ликвидности.

В начале 2000-х годов уже проводилась политика борьбы с профицитом ликвидности. Так, еще в 2004 г. был создан Стабилизационный фонд РФ, который позволил аккумулировать значительный объем бюджетных доходов от экспорта энергоресурсов. Банк России в свою очередь сосредоточил усилия на уменьшении профицита ликвидности в банковской системе с помощью инструментов денежно-кредитной политики. При этом были использованы такие механизмы абсорбирования избытка ликвидности, как выпуск облигаций Банка России, операции обратного РЕПО с гособлигациями, привлечение депозитов коммерческих банков и продажа государственных ценных бумаг, находящихся в собственности Банка России.

В настоящее время для борьбы с формирующимся структурным профицитом ликвидности Банк России неоднократно повышал нормативы обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций в национальной и иностранной валюте (в целом с 4,5 до 6–7%). Такая мера позволит частично абсорбировать приток ликвидности, связанный с финансированием дефицита федерального бюджета за счет средств Резервного фонда.

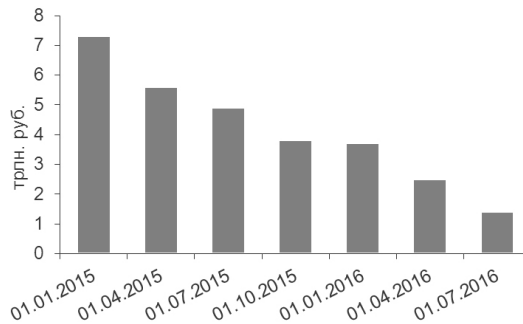
Представляется оправданным нынешнее применение Банком России дифференцированных норм резервирования по рублям и иностранной валюте (когда по рублевым пассивам эти нормы более мягкие, чем по валюте); это — фактор роста привлекательности рублевых пассивов. Однако более целесообразным представляется формирование соответствующих различий не путем повышения норм по валюте, а посредством снижения норм по рублям, поскольку в этом варианте решается задача не только повышения привлекательности рублевых операций по сравнению с валютными, но и смягчения условий для кредитных организаций в целом.

<sup>8</sup> URL: [http://www.cbr.ru/Press/print.aspx?file=press\\_centre/Nabiullina\\_160610.htm](http://www.cbr.ru/Press/print.aspx?file=press_centre/Nabiullina_160610.htm).



Источник: данные ЦБ РФ

**Рис. 9.** Удельный вес средств, полученных от ЦБ РФ, в пассивах банков в 2015—2016 гг., %.



Источник: данные ЦБ РФ

**Рис. 10.** Задолженность по операциям рефинансирования ЦБ РФ (на начало дня) в 2015—2016 гг., трлн руб.

С нарастанием ликвидности в системе банки будут в меньшей степени ориентироваться на процентные ставки ЦБ РФ из-за сокращения потребности в ресурсах от регулятора. Таким образом, возможности Банка России по регулированию рынка через механизмы ставок могут сужаться, тем самым ухудшая трансмиссионный механизм.

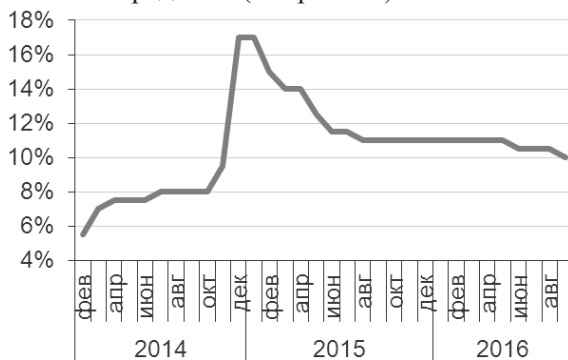
В этой связи Банк России намечает ряд мер по абсорбированию ликвидности. «Сейчас в силу того, что бюджет тратит резервные фонды, чтобы сохранить управляемость процентными ставками, Банк России будет абсорбировать эту ликвидность (проводить в том числе депозитные операции), и мы уже в ближайшее время готовим пробный выпуск облигаций Банка России. Такая настройка инструментов денежно-кредитной политики обеспечит сохранение управляемости процентными ставками на денежном рынке, в денежно-кредитной сфере, в экономике в целом», — заявила в июне 2016 г. глава ЦБ РФ<sup>9</sup>.

На наш взгляд, формирование структурного профицита связано не только и не столько с расходованием средств из Резервного фонда, как это принято объяснять. Данный профицит, т.е. ситуация, при которой «вбрасываемые» финансовые средства не превращаются в инвестиции и не доходят до реальной экономики, во многом

<sup>9</sup> См. URL: [http://www.cbr.ru/press/print.aspx?file=press\\_centre/nabiullina\\_160614.htm&pid=st&sid=itm\\_5568](http://www.cbr.ru/press/print.aspx?file=press_centre/nabiullina_160614.htm&pid=st&sid=itm_5568)

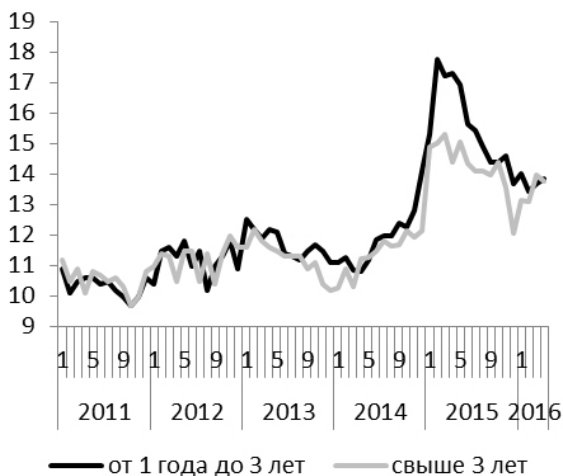
связана с *высоким уровнем процентных ставок*. Высокие ставки делают рублевые средства либо невостребованными, либо труднодоступными (либо имеет место и то, и другое) для населения и бизнеса. Предприятия многих отраслей просто не могут позволить себе занимать деньги по такой цене.

Рост ставок по кредитам произошел в начале 2015 г. — после резкого повышения ключевой ставки Банка России в декабре 2014 г. (см. рис.11,12). При этом уровень рентабельности большинства отраслей российской экономики остается гораздо ниже уровня ставок по банковским кредитам (см. рис. 13).



Источник: данные ЦБ РФ

Рис. 11. Динамика ключевой ставки ЦБ РФ в 2014–2016 гг., %.

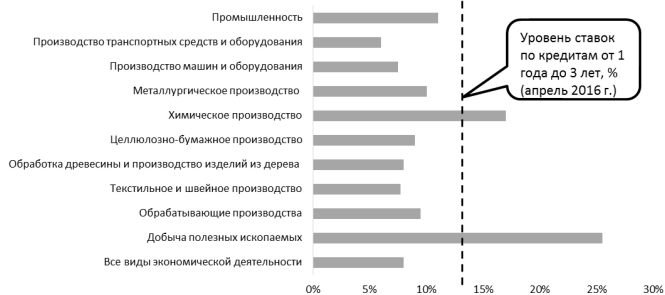


Источник: данные ЦБ РФ

Рис. 12. Динамика процентных ставок банков по кредитам нефинансовым предприятиям в 2011–2016 гг., %.

Хотя регуляторами ведущих стран давно проводится мягкая денежно-кредитная политика, российский регулятор только летом 2016 г. начал снижать ключевую ставку. К такому решению, согласно решению ЦБ РФ от 10 июня 2016 г., его побудили «позитивные процессы стабилизации инфляции, снижение инфляционных ожиданий

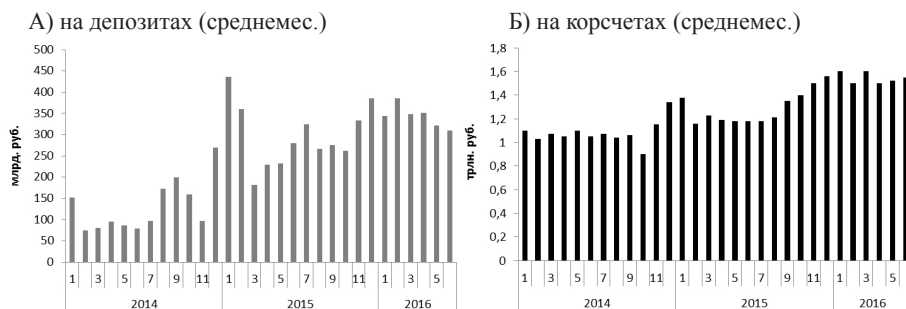
и инфляционных рисков на фоне признаков приближающегося вхождения экономики в фазу восстановительного роста»<sup>10</sup>. В сентябре 2016 г. регулятор снова снизил ключевую ставку, однако сообщил, что не планирует её менять до конца 2016 г.<sup>11</sup>



Источники: данные Росстата и Института народнохозяйственного прогнозирования РАН

**Рис. 13.** Рентабельность продаж отраслей российской экономики и уровень процентной ставки по кредитам.

В условиях высоких ставок российские банки побуждаются меньше кредитовать реальный сектор, предпочитая хранить средства на депозитах и корсчетах в ЦБ РФ (см. рис. 14). При этом данные средства принадлежат в основном крупным банкам, тогда как средние, а также региональные банки испытывают дефицит ликвидности. В целом российский банковский сектор довольно фрагментирован, и общая картина по крупным банкам может существенно отличаться от ситуации в средних и мелких.



Источник: данные ЦБ РФ

**Рис. 14.** Динамика средств банков в ЦБ РФ в 2014—2016 гг., трлн руб.

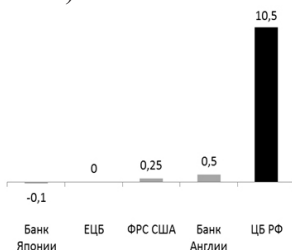
Несмотря на определенное снижение ключевой ставки, финансовые условия и проводимая денежно-кредитная политика остаются жесткими, что негативно влияет на показатели развития экономики. На это указывает и Всемирный банк в своем новом, датированном 6 июня 2016 г., докладе: «Жесткие фискальная и денежно-кредитная политика оказывают давление на рост российской экономики»<sup>12</sup>. По сравнению

<sup>10</sup> URL: [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=10062016\\_133019dkp2016-06-10T13\\_22\\_24.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=10062016_133019dkp2016-06-10T13_22_24.htm)

<sup>11</sup> См. URL: [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=16092016\\_132949keyrate2016-09-16T12\\_56\\_02.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=16092016_132949keyrate2016-09-16T12_56_02.htm)

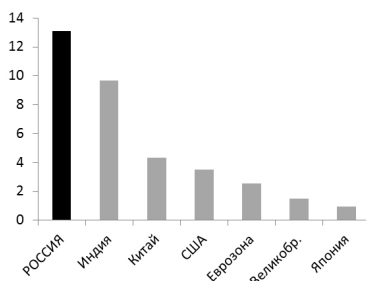
<sup>12</sup> URL: <http://pubdocs.worldbank.org/en/842861463605615468/Global-Economic-Prospect-2016-Divergences-and-risks.pdf>

со многими странами реальный уровень ставок в экономике РФ остается высоким (см. рис. 15,16). Высокие ставки — причина того, что в текущем году в России наблюдаются низкие темпы прироста кредитования, в особенности кредитования нефинансовых организаций (см. рис. 17).



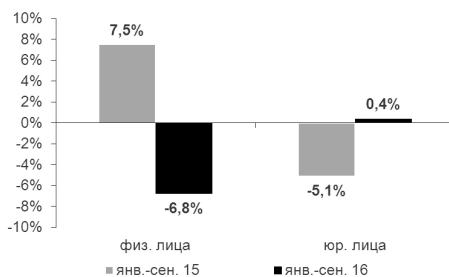
Источник: данные центральных банков соответствующих стран

**Рис. 15.** Реальный уровень базовых процентных ставок центральных банков в ряде стран (июль 2016), %.



Источник: данные центральных банков соответствующих стран

**Рис. 16.** Ставки по кредитам нефинансовым организациям в ряде стран (2016 г.), % годовых.



Источник: данные ЦБ РФ

**Рис. 17.** Прирост портфеля кредитов в экономике России за девять месяцев 2015 г. и девять месяцев 2016 г. (с начала года), %.

**5. О специализированных инструментах (механизмах) долгосрочного финансирования в России.** В настоящее время Банк России предпринимает ряд шагов по стимулированию кредитования банками отдельных секторов экономики, развитие которых, по мнению регулятора, сдерживается структурными факторами. С этой целью им введены специализированные механизмы рефинансирования. В рамках данных инструментов средства кредитным организациям предоставляются по процентным ставкам, более

низким и на более длительные сроки, чем по стандартным схемам рефинансирования. Упомянутые инструменты, согласно сообщениям ЦБ РФ, имеют ограниченный во времени характер и будут действовать до тех пор, пока на финансовом рынке не удастся создать условия для их замещения рыночными механизмами.

Объемы средств, предоставляемых в рамках рассматриваемых инструментов, тоже ограничены, поскольку регулятор опасается, что их применение в значительных масштабах будет искажать направленность денежно-кредитной политики и препятствовать достижению ее основной цели — обеспечению ценовой стабильности.

По состоянию на 1 июня 2016 г. общий объем задолженности по специализированным инструментам рефинансирования ЦБ РФ (без учета военной ипотеки) составил 187 млрд. руб. При этом общий лимит по ним достиг 260 млрд. руб., что составляет *всего 1,8% общего объема инвестиций в основной капитал* в российской экономике в 2015 г. И хотя инвестиции с поддержкой этих инструментов будут иметь больший объем, очевидно, что столь незначительные масштабы не могут оказать решающего влияния на рост экономики в целом.

Кроме того, приходится констатировать: даже эти механизмы довольно вяло применяются банками ввиду недостаточной проработанности как соответствующего законодательства, так и отдельных элементов предлагаемых инструментов. В частности, принимаются меры по развитию проектного финансирования, и по данному механизму в 2015 г. Минэкономразвития России были отобраны 42 проекта стоимостью 347 млрд руб.; однако фактически ЦБ РФ профинансировал проекты по программе на сумму менее 100 млрд. И хотя обсуждение схем финансирования проектов, не укладывающихся в лимит, продолжается, в реальности это финансирование по-прежнему тормозится. В данном контексте важно отметить, что для развития долгосрочного финансирования (кроме проектного финансирования) в других странах применяются, в частности, такие инструменты, как синдицированное кредитование и секьюритизация активов.

Ведущие экономики мира имеют обширный опыт стимулирования развития приоритетных направлений экономики. Например, в США до сих пор применяется «Закон о региональных реинвестициях» для стимулирования банковского кредитования низкорентабельных региональных программ. В Великобритании в 2012 г. Минфином совместно с Банком Англии запущена программа «Fundingforlending», направленная на удешевление кредитования нефинансовых отраслей.

\* \* \*

Понятно, что концентрация денег в одних секторах народного хозяйства не означает их достаточности в других. Ясно также, что необходимо обеспечить эффективную трансмиссию ликвидности в экономику. Отсутствие же адекватного соответствующего механизма создает искаженное, на наш взгляд, представление о достаточности или даже избытке финансовых ресурсов в российской экономике. Разумный (сопрягаемый со средней по экономике рентабельностью) уровень процентных ставок, устранение излишних бюрократических барьеров, необходимый объем «длинных денег» и адекватный уровень финансовой обеспеченности экономики — важнейшие условия повышения инвестиционной активности и экономического роста в целом.