

Лекция 1. Инвестиции.

Инвестиционная политика. Инвестиционная политика в Российской Федерации в условиях экономического кризиса

КЛЮЧЕВЫЕ ОПРЕДЕЛЕНИЯ

Среди ученых-экономистов нет единого мнения относительно самого понятия “инвестиции”.

- 1) Если говорить обобщенно, то **инвестициями являются** средства, вкладываемые в экономику, в экономические объекты и проекты, предназначенные для обеспечения производства экономическими ресурсами в будущем.
- 2) **Инвестиции** - с точки зрения страны в целом - вложения в создание нового или возмещение изношенного произведенного, человеческого или природного капитала. (*Словарь по экономике и финансам*)
- 3) **Инвестиция** - (нем. Investition, от лат. investio — одеваю), долгосрочное вложение капитала в промышленность, сельское хозяйство, транспорт и др. отрасли хозяйства как внутри страны, так и за границей с целью получения прибыли. (*Большая советская энциклопедия*)
- 4) **Инвестиции** (от лат. investire — облачать) — долгосрочные вложения государственного или частного капитала в собственной стране или за рубежом с целью получения дохода в предприятия разных отраслей, предпринимательские проекты, социально-экономические программы, инновационные проекты. Дают отдачу через значительный срок после вложения. (*Современный экономический словарь*)
- 5) **Инвестиции** (нем. Investition, от лат. investio — одеваю) — денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в т.ч. имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта. (ФЗ "Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений" от 25 февраля 1999 г.). (*Большой юридический словарь*.)
- 6) **Инвестиции** [investment] (или капиталовложения, капитальные затраты) — финансовые средства, затрачиваемые на строительство новых и реконструкцию, расширение и техническое перевооружение действующих предприятий (производственные И.), на жилищное,

коммунальное и культурно-бытовое строительство (непроизводственные И.). В некоторых источниках делается различие: Инвестиции — средства, вкладываемые вообще в объекты предпринимательской или иной деятельности с целью получения прибыли, а капитальные вложения — лишь та их часть, которая вкладывается в основной капитал (основные средства). (*Экономико-математический словарь*)

- 7) **Инвестиции** – денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта. Основание - ст. 1 Федерального закона от 25.02.1999 № 39-ФЗ "Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений". (*Словарь «Бухгалтерский учет, налоги, хозяйственное право»*)
- 8) Под **инвестициями** понимаются финансовые, имущественные и интеллектуальные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской и других видов деятельности с целью получения прибыли или достижения социального эффекта. Если речь идет о реальных инвестициях, инвестициями являются долгосрочные вложения капитала в предприятия различных отраслей экономики. (*И.И.Иваницкая, Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования*).
- 9) **Инвестиции** – это любые имеющиеся средства, призванные служить удовлетворению будущих потребностей, для чего они отвлекаются от текущего использования и вкладываются в определенное направление, приносящее выгоду. (*И.И. Иваницкая, Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования*).

Признаками инвестиций являются:

- Осуществление вложений инвесторами, которые имеют собственные цели;
- Способность инвестиций приносить доход;
- Целенаправленный характер вложения капитала в объекты и инструменты инвестирования;
- Определенный срок вложения средств;

- Использование разных инвестиционных ресурсов, характеризующихся в процессе осуществления спросом, предложением и ценой.

Объектами инвестиционной деятельности являются:

- вновь создаваемые и модернизируемые основные фонды,
 - оборотные средства,
 - ценные бумаги,
 - земля
- и так далее.

Субъектами инвестиционной деятельности могут выступать:

- инвесторы (заказчики),
- подрядчики и пользователи объектов,
- поставщики товарно-материальных ценностей,
- банки,
- инвестиционные компании,
- граждане государства и зарубежных стран.

По **формам собственности** выделяют:

- частные,
- государственные,
- совместные (смешанные) инвестиции

Под **частными** (негосударственными) инвестициями понимают вложения средств частных инвесторов: граждан и предприятий негосударственной формы собственности.

Государственные инвестиции - это государственные вложения, осуществляемые органами власти и управления, а также предприятиями государственной формы собственности. Они осуществляются центральными и местными органами власти и управления за счет бюджетов, внебюджетных фондов и заемных средств. Под совместными (смешанными) инвестициями понимают вложения, осуществляемые отечественными и зарубежными экономическими субъектами.

По **срокам вложений** выделяют кратко-, средне- и долгосрочные инвестиции. Для краткосрочных инвестиций характерно вложение средств на период до одного года. Под среднесрочными инвестициями понимают вложение средств на срок от одного года до трех лет, а долгосрочные инвестиции вкладывают на три и более.

По **региональному признаку** различают инвестиции внутри страны и за рубежом. Внутренние (национальные) инвестиции включают вложение средств внутри страны. Инвестиции за рубежом (зарубежные инвестиции)

понимаются как вложения средств за рубежом нерезидентами (как юридическими, так и физическими лицами) в объекты и финансовые инструменты другого государства. Совместные инвестиции осуществляются совместно субъектами страны и иностранных государств.

По **отраслевому признаку** выделяют инвестиции в различные отрасли экономики, такие как: промышленность (топливная, энергетическая, химическая, нефтехимическая, пищевая, легкая, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная, черная и цветная металлургия, машиностроение и металлообработка и др.), сельское хозяйство, строительство, транспорт и связь, оптовая и розничная торговля, общественное питание и пр.

В зависимости от **оперируемых ценностей** различают три типа инвестиций:

- реальные,
- финансовые
- интеллектуальные.

Реальные инвестиции включают вложения средств в материальные активы (вещественный капитал: здания, оборудование, товарно-материальные запасы и др.) и нематериальные активы (патенты, лицензии, «ноу-хау» и др.).

Под **финансовыми инвестициями** понимаются вложения в ценные бумаги (акции, векселя, облигации и др.), целевые банковские вклады, депозиты и т.д.

Интеллектуальные инвестиции – это вложения средств в творческий потенциал общества, объекты интеллектуальной собственности, вытекающие из авторского, изобретательского и патентного права.

По **характеру участия** в инвестировании выделяют:

- **Прямые инвестиции** - это инвестиции, сделанные юридическими и физическими лицами, полностью владеющими организацией или контролирующими не менее 10% акций или уставного (складочного) капитала организации.
- **Портфельные инвестиции** - это покупка акций, паев, облигаций, векселей и других долговых ценных бумаг. Они составляют менее 10% в уставном (складочном) капитале организации.
- Инвестиции, не подпадающие под определение прямых и портфельных, указываются как **прочие** - торговые кредиты, кредиты правительств иностранных государств под гарантии

Правительства Российской Федерации, прочие кредиты (кредиты международных финансовых организаций и т.д.), банковские вклады.

Инвестиции в воспроизводство основных фондов осуществляются в форме капитальных вложений. Это лишь один из видов инвестиционных ресурсов, направляемых на создание новых, техническое перевооружение, реконструкцию и расширение действующих основных фондов производственного и непроизводственного назначения. Инвестиции же кроме основных фондов могут вкладываться в оборотные фонды, различные финансовые активы и отдельные виды нематериальных активов.

Инвестиции в нефинансовые активы включают в себя следующие элементы: инвестиции в основной капитал, инвестиции в нематериальные активы, инвестиции в прирост запасов материальных оборотных средств, инвестиции в другие нефинансовые активы, затраты на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические работы.

Инвестиции в нематериальные активы - объекты интеллектуальной собственности: патенты, авторские права, деловая репутация организации и т.д.

Инвестиции в другие нефинансовые активы - затраты на приобретение в собственность земельных участков и объектов природопользования и других нефинансовых активов.

Инвестиции в основной капитал - совокупность затрат, направленных на создание и воспроизводство основных средств (новое строительство, расширение, а также реконструкция и модернизация объектов, которые приводят к увеличению первоначальной стоимости объектов, приобретение машин, оборудования, транспортных средств, затраты на формирование основного стада, выращивание многолетних насаждений и т.д.).

Инвестиции в жилища - расходы на строительство жилых зданий, т.е. зданий, предназначенных для невременного проживания людей: жилые дома, входящие в жилищный фонд (общего назначения, общежития, спальные корпуса школ-интернатов, учреждения для детей-сирот и детей, оставшихся без попечения родителей, приютов для престарелых и инвалидов), жилые здания (помещения), не входящие в жилищный фонд.

Инвестиции в здания (кроме жилых) и сооружения - расходы на строительство зданий и сооружений, которые складываются из выполненных строительных работ и приходящихся на них прочих капитальных затрат. При

этом в затраты на строительство зданий включаются затраты на коммуникации внутри здания, необходимые для его эксплуатации.

Инвестиции в машины, оборудование, транспортные средства - затраты на приобретение машин, транспортных средств, оборудования, инструмента и инвентаря, а также затраты на монтаж оборудования на месте его постоянной эксплуатации, проверку и испытание качества монтажа.

Иностранные инвестиции - вложения капитала иностранными инвесторами, а также зарубежными филиалами российских юридических лиц в объекты предпринимательской деятельности на территории России с целью получения дохода. Капитал может вкладываться в виде денежных средств, паев, акций и других ценных бумаг; кредитов; технологий, машин, оборудования; лицензий, любого другого имущества, интеллектуальных ценностей и пр.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА

Инвестиционная политика государства – комплекс взаимосвязанных целей и мероприятий по обеспечению необходимого уровня и структуры капиталовложений в экономику страны и отдельные ее сферы и отрасли, повышению инвестиционной активности всех основных агентов воспроизводственной деятельности: населения, предпринимателей и государства.

Главной задачей государственной инвестиционной политики является формирование благоприятной среды, способствующей привлечению и повышению эффективности использования инвестиционных ресурсов для развития экономики и социальной среды.

Инвестиционная политика ориентирована на:

- определение целесообразных для каждого периода времени объемов инвестиций и их структуры: отраслевой, производственной, технологической, территориальной и по формам собственности;
- выбор приоритетов;
- повышение эффективности инвестиций.

Система критериев эффективности инвестиционной политики:

- Прирост инвестиций, Рост валового национального продукта, Рост физического национального потребления на душу населения и дохода на душу населения,
- Повышение эффективности хозяйственных связей на рынке товаров, услуг, капитала, Снижение финансового риска в экономике
- Повышение эффективности структуры производства и потребления национального продукта, Рост товарного выпуска и рыночной капитализации предприятий в приоритетных отраслях экономики,
- Обеспечение национальных стратегических интересов

Формы участия государства в реализации инвестиционной политики:

- организатора инвестиционно-финансового рынка;
- участника инвестиционно-финансового рынка;
- менеджера инвестиционных процессов.

Государство как организатор инвестиционно-финансового рынка

- Снижение системного риска инвестиций
- Снижение специфического риска инвестиций
- Развитие внутренних инвестиционных возможностей
- Повышение экспортного потенциала
- Изменение структуры экономики
- Глобализация инвестиционных возможностей
- Рекапитализация банковского сектора
- Увеличение кредитования реального сектора
- Повышение эффективности фондового рынка
- Создание новых инструментов фондового рынка
- Развитие инвестиционных институтов
- Привлечение прямых иностранных инвестиций

Государство как участник инвестиционно-финансового рынка

- Повышение доходов от государственного имущества
- Повышение доходов от государственных инвестиций
- Снижение стоимости заимствования

Государство как менеджер инвестиционной политики

- Модернизация системы реализации государственной инвестиционной политики
- Управление рисками
- Контроль за сбалансированностью и взаимозависимостью инвестиционной политики с иными направлениями социально-экономической политики

Функции государства в реализации государственной инвестиционной политики:

- 1) установочная (целеполагающая);
- 2) мобилизующая;
- 3) стимулирующая;
- 4) контролирующая.

Установочная функция государства заключается в определении стратегических целей и приоритетов, в постановке задач инвестиционной политики на предстоящий период. Формирование структуры целей и приоритетов предполагает анализ результатов, выявление наиболее острых социально-экономических и политических проблем, определение наиболее активных мероприятий государства по их решению.

Мобилизующая функция государства заключается в поисках источников инвестиционных ресурсов, в определении путей их привлечения для решения поставленных задач. Осуществление этой функции связано с регулированием движения инвестиционных ресурсов, их распределением и перераспределением между структурными подразделениями национального хозяйства. Основными инструментами осуществления этой функции является монетарная политика, налоговое обложение, политика в области амортизационных отчислений, бюджетная политика, регулирование внебюджетных фондов.

Стимулирующая функция государства нацелена на безусловное и ускоренное решение ключевых приоритетных задач инвестиционной политики. Эта функция реализуется через посредство налоговых и финансовых льгот (субсидий, субвенций, дотаций), создание оффшорных зон, кредитную и дисконтную (процентную) политику, иные инструменты[5].

Контрольная функция предполагает контроль со стороны государства за соблюдением хозяйствующими субъектами установленных государством экономических и правовых норм в процессе их хозяйственной деятельности. Государственный контроль осуществляется через соответствующие контрольные органы и органы управления различного уровня.

РЕГИОНАЛЬНАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА

Специфика **региональной инвестиционной политики** заключается в более узком круге доступных инструментов регулирования инвестиционной деятельности и в некоторой подчиненности инвестиционной политике федерального уровня, особенно в сфере законодательного регулирования.

На практике регионы имеют возможность применять следующие методы проведения инвестиционной политики:

- предоставление налоговых льгот участникам инвестиционной деятельности (регулирование ставок некоторых федеральных налогов, поступления от которых зачисляются в региональные бюджеты, установление региональных и местных налогов в соответствии с законодательством федерального и регионального уровня, создание на своей территории свободных экономических зон с особо льготными налоговыми условиями для инвесторов);
- создание за счет средств региональных бюджетов страховых и залоговых фондов, гарантирующих соблюдение обязательств перед инвесторами;
- участие региональных органов власти в инвестиционной деятельности через предоставление бюджетных кредитов, выпуск государственных займов, государственных инвестиций.

Регионы могут даже влиять на методы регулирования инвестиционной деятельности на федеральном уровне – посредством законодательной инициативы.

Таким образом, регионы обладают богатым инструментарием для регулирования инвестиционной деятельности с целью достижения главной задачи инвестиционной политики – создания необходимого уровня инвестиционной активности и эффективной направленности инвестиций.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЦЕСС В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА

По материалам статьи: Леонида ГРИГОРЬЕВА,
кандидат экономических наук, президент Фонда «Институт энергетики и финансов»,
декан факультета менеджмента Международного университета в Москве

Процесс накопления в России после транзитивного кризиса так и не успел сформироваться до того самоподдерживающегося состояния. В этом случае модернизация базировалась бы уже на естественных стимулах компаний. Смещенный характер корпоративного контроля помешал это сделать в начале 2000-х годов. А тяжелый инвестиционный климат препятствовал целому ряду типу важнейших проектов – как инновациям, так инфраструктурным инвестициям. Вместе с неадекватностью финансовой системы это породило в годы подъема (особенно в 2006–2008 гг.) «карусель» вывоза прямого капитала и обратного его заимствования за рубежом в портфельной форме. Именно эта структура финансирования создала тяжелые проблемы в России в ходе Мирового финансового кризиса и развернувшейся Промышленной рецессии 2008–2009 гг.

Мировой кризис уже к весне 2009 г. привел к резкому снижению мировых капиталовложений в связи с резким и быстрым снижением производства, кризисом жилищного строительства и параличом кредита. Если в «обычных» рецессиях снижение капиталовложений начиналось позже, то в данном случае инвестиции падают очень быстро, снижается экспорт промышленного оборудования и кризис передается в отрасли машиностроения. Россия намеревалась развернуть огромную программу инфраструктурных инвестиций на средства от нефтяной ренты, то по счастливой случайности – кризис пришел раньше – не успела это сделать. Промышленная рецессия в России вызовет уже в 2009 г. снижение капиталовложений на 15% со снижением нормы накопления с 21% в 2007–2008 гг. «назад» до 17%. Программы инфраструктурного развития будут в большой мере приостановлены, ограниченность государственных ресурсов и сжатие кредита сдержит и частные инвестиции в промышленность и другие отрасли. Инвестиционный процесс в рыночном хозяйстве – один из наиболее интересных и сложных объектов исследования. Он хуже всего поддается прогнозированию, особенно в кризисных фазах. Изменения спроса, стоимости капитала, параметров внутренней устойчивости фирмы всегда порождали резкие колебания объемов инвестиций наряду с прибылями, курсами акций, процентными ставками, хотя их взаимосвязи менялись по мере развития и усложнения рыночного хозяйства.

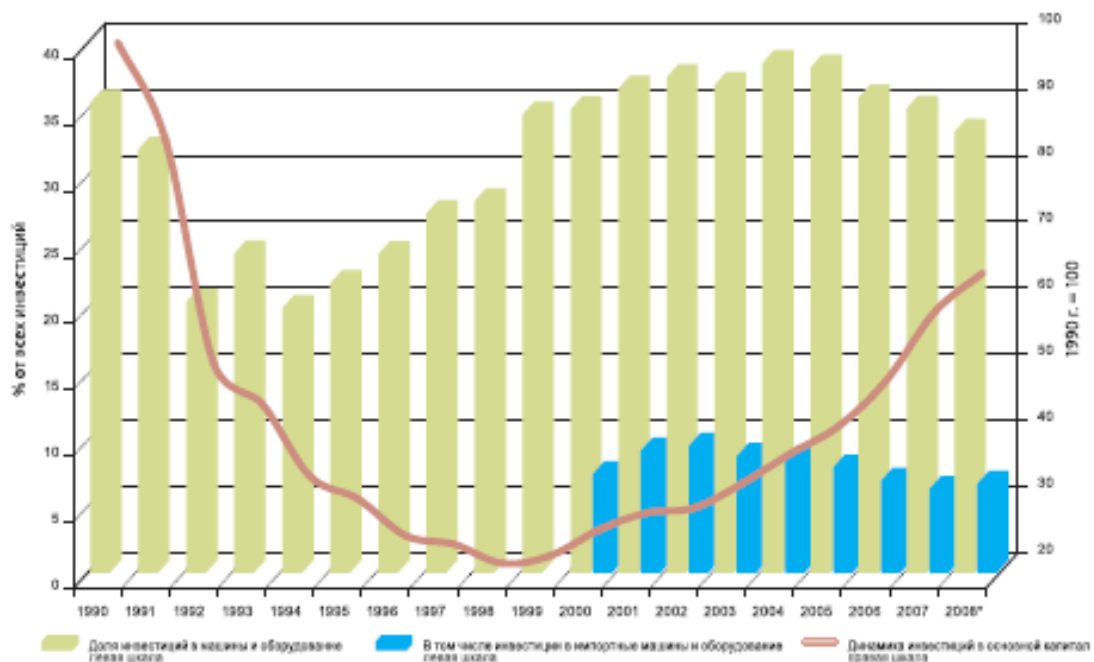
В период затянувшегося трансформационного кризиса резкий спад инвестиций и растущий износ фондов в России оказались одними из самых серьезных проблем. В условиях длительного экономического подъема они приобрели еще большее значение, поскольку от их решения зависит успешность страны в глобальной конкуренции.

Вложения в основной капитал определяют капиталоемкость экономики и выступают базой ее модернизации. Наращивание инвестиций – одна из первоочередных задач для поддержания высоких темпов экономического роста. Сохранение высокой инвестиционной активности и резкий рост инвестиций в основной капитал – важный приоритет государственной экономической политики. Вместе с тем нередко упускается из вида вопрос об источниках финансирования вложений, их структуре, стоимости привлечения и устойчивости финансовых потоков.

Собственные средства предприятий являются одним из главных источников финансирования любых инвестиций, так как их использование характеризуется минимальными издержками по сравнению с другими вариантами. По данным за 2007 г., около 42% инвестиций в основной капитал в России финансировалось за счет собственных средств предприятий, тогда как в 2000 г. эта доля достигала 50%. Даже при самых благоприятных условиях собственные ресурсы предприятия ограничены размерами текущей прибыли и амортизации. Если норма прибыли на осуществляемые инвестиции выше стоимости привлечения капитала, то рационально заимствование средств из внешних источников. Сохранение высоких темпов инвестиционной активности фактически подразумевает расширенное их использование. Отметим, что в большинстве стран мира бюджетные инвестиции не превышают 3–4% ВВП. В российских условиях обоснованы сомнения в экономической эффективности бюджетных инвестиций по сравнению с вложениями частного сектора. На фоне подъема 2000-х годов целый ряд проектов не получал финансирования, причем главным образом в области инфраструктуры и машиностроения; для них требовались прежде всего долгосрочные облигационные займы.

К середине 2008 года загрузка мощностей в ключевых отраслях промышленности и экономики в целом близка к критической – дальнейшее развитие возможно только на основе эффективных вложений и модернизации производственных активов (см. рис. 1).

Рис. 1. Динамика инвестиций в основной капитал и доля инвестиций в машины и оборудование в общем объеме инвестиций, 1990–2008 гг.*



* 2008 г. – оценка.

Источник: ФСГС, расчеты ИЭФ

Задача трансформации инвестиционного процесса при переходе от планового хозяйства к рыночному в нашей стране все еще не решена. Потребление населения, государственные расходы, экспорт и импорт могут осуществляться и в самой неблагоприятной институциональной среде, но для инвестиций требуется сложная комбинация факторов как внутренних (для фирмы), так и внешних. Только очень наивные реформаторы и официальные оптимисты ожидали инвестиционного бума в России в 1990-е годы при сокращении ВВП страны на 43%. Объем реальных инвестиций уменьшился в этот период примерно вчетверо, что во многом определило подобное снижение ВВП. Столь глубокое падение реальных инвестиций отражало не только их низкую эффективность в плановой экономике, но и гипертрофированное развитие оборонного сектора. Во время любого кризиса именно инвестиции сокращаются сильнее всего, поскольку они финансируются в значительной мере за счет прибыли и займов и направлены на будущее увеличение дохода при принятии серьезного коммерческого (и не только) риска. Как показывают расчеты, единственным аналогом российского кризиса 1990-х годов была Великая депрессия в США в начале 1930-х годов, когда объем инвестиций снизился также на 80%, что свидетельствует о системном характере обоих кризисов.⁷ Сегодня сложился определенный баланс интересов ведущих секторов экономики в отношении ряда ключевых проблем экономической

политики, отражающий характер и структуру экономики – по ВТО, по приватизационной амнистии, по росту цен на тарифы естественных монополий (по соглашению с ЕС 2004 г.), по экспорту прямого российского капитала ⁷. По другим вопросам – особенно по налогам, многим аспектам региональной и промышленной политики, налогообложения – споры вокруг интересов различных сегментов бизнеса продолжают в контексте будущей Стратегии страны, но уже после рецессии

Неустойчивость корпоративного контроля
и накопление

В ходе трансформационных процессов для эффективного накопления должны выполняться два важнейших условия: наличие защищенных прав собственности и обеспечение макроэкономической стабильности. Но инвестиционный процесс разворачивается в полной мере лишь после того, как сформируется вся система рыночных стимулов для накопления капитала на микроуровне: контроль эффективных собственников над добросовестными менеджерами; стратегические планы повышения стоимости фирмы после приватизации; конкурентная обстановка; кредит и устойчивые правила регулирования (налоги и пр.). Фирмы могут приспособиться к той или иной системе стимулов, которую часто называют инвестиционным климатом, но это нередко сопряжено с издержками, рисками, потерями. Его специфика определяет смещение направлений и интенсивности накопления по отраслям, регионам, типам бизнеса. Инвестиционный климат может устраивать те или иные сегменты бизнеса, но не соответствовать планам правительства и надеждам страны, например на модернизацию. Следует учитывать, что структура собственности, тип корпоративного контроля оказывают собственное воздействие на принимаемые решения. Обычно в начале трансформации на первый план выходила задача макроэкономической стабилизации. Она выступала в качестве панацеи, поскольку по умолчанию предполагалось «рыночное» поведение экономических агентов в отношении не только производства, ценообразования и торговли, но и инвестирования. Разумеется, важно было внутреннее поведение фирм после приватизации: характер распределения собственности, интересы «контролёра», корпоративный контроль и цели фирм ⁸. Позднее в качестве актуальных назывались задачи создания благоприятного инвестиционного климата и конкурентной среды. Ключевая проблема переходного периода – одновременное формирование частной собственности и корпоративного контроля, с одной стороны, и конкурентной среды – с другой. Польский опыт подтвердил

значение последней даже для предприятий, оперирующих в рамках государственной собственности. Как показывает российский пример, может пройти десятилетие после активной фазы массовой приватизации, прежде чем инвестиции начнут быстро расти. Устойчивость и защищенность прав собственности – главное в зрелом рыночном хозяйстве. В нашей стране после относительной стабилизации макроэкономической сферы в 2000-х годах процесс накопления все еще находится под воздействием «специфики российского капитализма». Ему присуща высокая концентрация собственности в ведущих компаниях, частных или государственных, которые включаются в глобальную конкуренцию. Попытка приватизации многих советских вертикально интегрированных компаний по частям оказалась потерей времени: потребовались «лишние» 5–7 лет, чтобы они реинтегрировались на базе высококонцентрированных советских активов.

Путь формирования российского капитализма был весьма своеобразным, и результат все еще далек от тех моделей, которые предположительно принимались за образец. Можно сформулировать несколько важнейших особенностей российского капитализма 1990 – начала 2000-х годов, которые наряду с другими проблемами отрицательно повлияли на внутренние процессы корпоративного контроля и соответственно накопления.

Во-первых, приватизация – это в первую очередь спецификация прав собственности, позволяющая их новым обладателям получить гарантии неприкосновенности данных прав и быть уверенными в получении будущих доходов от новых инвестиций. Но в России был применен метод максимальной деспецификации, а вновь обеспечить четкие права собственности намного труднее. Это привело к слабости корпоративного контроля, формированию и сохранению огромных контрольных пакетов (75%), необходимых для перепродажи и предотвращения насильственных поглощений и недобросовестных захватов. Западный опыт свидетельствует о достаточности для эффективного управления и инвестирования гораздо более низких их значений, в частности «блокирующий пакет» в 25%+1 акция – довольно редкое явление в мире. Попытки консолидации контроля до 75% предпринимались в условиях экономического подъема, приводили к сокращению свободного обращения акций и возможностей использования фондовой биржи как источника финансирования.

Во-вторых, распространенность феномена «квази скрытого» собственника, который представлен в советах директоров компаний доверенностями от оффшоров. «Контролер» активно укрепляет свои позиции,

распоряжается и пользуется активом. Его интересы изначально далеки от инвестирования и риска, ему необходимо удержание «захваченного» актива в течение как можно более длительного срока, так как важно убедиться в своем легитимном владении им. Наличие номинальных офшорных собственников обуславливает заграничный характер операций по покупке и слияниям компаний, мало затрагивая (во всяком случае, непосредственно) процессы внутреннего реального накопления.

В-третьих, присутствие явных и неявных «соучастников» приватизации (вместо, например, пенсионных фондов) в контроле над производственными активами, которые претендуют на долю в доходе (ренту). Часто они участвовали в приватизации или лично ей способствовали, но не смогли заявить легальные права и стать акционерами. Такие субъекты продолжают предъявлять свои права на доход в качестве скрытого кредитора или портфельного инвестора (в их числе могут быть бывшие и действующие чиновники, теневые фигуры, местные администрации). Это увеличивает выплаты из дохода предприятий, вынуждает их уходить от налогообложения, затрудняет принятие эффективных решений о реструктуризации и инвестициях.

В-четвертых, затянутость приватизации в силу исходной неопределенности прав собственности и ее переход в фазу перераспределения владений. Волны банкротств начала 2000-х годов сменились рейдерскими захватами, потом возникла тенденция к ползучему огосударствлению. Сюда же можно добавить ложные банкротства, злоупотребление материальным и процессуальным правом в корпоративных конфликтах. В-пятых, недостаточная распространенность владения акциями среди населения страны, что определяет и низкую легитимацию собственности, приобретенной в процессе приватизации. Как следствие, крупная частная собственность, особенно в отраслях природных ресурсов, не воспринимается гражданами как легитимная. Это сдерживает осуществление значимых проектов, так как в условиях подобной неопределенности позиции реальных собственников перед атаками рейдеров всех типов становятся уязвимыми. При не всегда ясных правах владения, различных нарушениях на разных стадиях переходного периода появляются новые игроки, которые используют в том числе и административные ресурсы, чтобы потребовать своей доли и принять участие в дележе старых активов.

Главные проблемы здесь – сильные стимулы у многих «соучастников» и представителей бизнеса к ориентации на преимущества, не связанные с производством богатства и новой стоимости (рентоориен-

тированное поведение), сохранение высоких рисков у собственников, маскировка собственности и доходов. Отсюда оптимизация владения портфелями активов как фирмами, так и индивидами: высокодоходные и высокорисковые активы в России балансируются низкодоходными и низкорисковыми активами за рубежом.

Множество собственников получили активы по нулевой оценке без обременений, и у них искажается система стимулов к максимизации текущей стоимости фирмы, велики издержки защиты этого актива вместо его развития. Намного легче актив перепродать для реализации приватизационных выигрышей, пока не будет достигнута рыночная стоимость актива, чем нести коммерческие и иные риски стратегического инвестора. В более развитой рыночной экономике инвестиционные банки или рейдеры могут покупать актив для его перепродажи по частям. Новый собственник в силу асимметрии информации понимает стоимость своего актива и сопротивляется следующему захвату, пока не получит значительный выигрыш. Фактически это частный случай Q-ratio У. Тобина – рыночная оценка актива на первом этапе после приватизации намного ниже, чем его воспроизводственная оценка. Деятельность иностранного капитала в России была ограничена, поскольку «иностранцам» не позволили участвовать в приватизации. Только спустя полтора десятилетия Ку-норма для ведущих компаний страны вышла на более или менее «нормальный» уровень, хотя российские активы, как правило, все еще недооценены по сравнению с аналогичными компаниями за рубежом. С этого момента капиталовложения начинают играть присущую им роль, а перепродажа активов постепенно перестает приносить сверхприбыль. Наконец, отметим расхождения в интересах и возможностях различных видов фирм, в частности крупного и малого бизнеса. Они воспринимают инвестиционный климат по-разному (см. табл. 1). Там, где малый бизнес является явной жертвой коррупции, крупный – может оказаться как объектом административной коррупции 2, так и субъектом захвата государства 7. Доступ к кредиту для российского крупного бизнеса, если возникают проблемы внутри страны, обеспечивается и на евторынках, что вряд ли возможно для малого. Таблица указывает на различие интересов разных групп бизнеса и на необходимость учета этой специфики в инвестиционной политике.

Таблица 1. Типы бизнеса и характеристики инвестиционного климата

Тип фирмы/ факторы	Норма прибыли	Коррупция	Налоги	Цена кредита – доступность
Малый и средний	Высокая	Ощутимая	Высокие	Высокая – ограниченная
Большой бизнес в России	Высокая	Преодолимая или захват	Высокие, меняются	Довольно высокая – недостаточная
Большой бизнес вовне	Низкая	Низкая	Высокие, стабильные	Низкая – достаточная
Иностраный при ввозе в Россию	Очень высокая	Проблема	Высокие	Низкая – с учетом рисков
Инфраструк- турный бизнес дома	Низкая	Высокая	Высокие	Довольно высокая – недостаточная

Отсутствие последовательной инвестиционной политики в прошлые годы свидетельствует о том, что в России де факто реализовывался сценарий «Инерционного» развития. В то же время огосударствление ряда крупных компаний и отраслей экономики означает скорее переход к осуществлению сценария «Мобилизация». Только сейчас после огромной потери времени и многократной перепродажи приватизированных активов наблюдаются признаки определенного улучшения ситуации в инвестиционной сфере. Потеряно время и эффективными хозяевами, которые и будут вести накопление, оказываются де факто только вторые-третьи хозяева и на десятилетие позже. Но если мы хотим двигаться в направлении сценария «Модернизация», требуются меры по комплексному изменению характера корпоративного контроля и совершенствованию правового и делового климата в стране.

Структура накопления и накопленные проблемы

За два года (2007–2008 гг.) величина капиталовложений в России возросла примерно на 30%. До этого в течение семи лет экономического подъема они также росли быстрее динамики ВВП (в среднем на 10–11% ежегодно), но от столь низкого уровня, что их объем все еще далек от предкризисного значения. Норма накопления впервые достигла нормального (для большинства стран) показателя – 21% (см. табл. 2). Но в странах Центральной и Восточной Европы на него вышли 10 лет назад. Условий для интенсификации инвестиционного процесса в стране раньше не было – потеря времени оборачивается большей нагрузкой на текущие вложения как для обновления, так и для развития производственных фондов, инфраструктуры и человеческого (управленческого) капитала.

Таблица 2. Основные показатели инвестиционных процессов в экономике России, 2000–2008 гг., млрд руб.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ВВП (трлн руб.)	7,3	8,9	10,8	13,2	17	21,6	26,9	33,1	41,5
Валовое накопление основного капитала	1 232	1 689	1 939	2 432	3 131	3 837	4 981	6 982	9 179
Инвестиции в основной капитал	1 165	1 505	1 762	2 186	2 865	3 611	4 581	6 385	8 607
Иностранные инвестиции	308	416	620	911	1 167	1 517	1 498	2 813	2 575
Прямые иностранные инвестиции	125	116	125	208	271	370	372	639	671
Справочно, % ВВП									
Валовое накопление основного капитала	16,9	18,9	17,9	18,4	18,4	17,7	18,4	21,0	22,1
Сбережения	34,2	31,1	31,9	33,1	33,8	34,5	34,2	34,2	20,7
Иностранные инвестиции	4,2	4,7	5,7	6,9	6,8	7,0	5,6	8,5	6,2
Прямые иностранные инвестиции	1,7	1,3	1,2	1,6	1,6	1,7	1,4	1,9	1,6

* Оценка.

Источники: ФСГС, оценки ИЭФ.

И инвесторы, и наблюдатели согласны с тем, что в России сложился не очень благоприятный инвестиционный климат. Из этого можно сделать два вывода. Первый состоит в том, что вопреки тяжелейшему кризису либерализация коммерческой деятельности освободила экономику от плановой «смирительной рубашки» и удержала накопление на уровне выше 16% ВВП. Второй вывод: если полтора десятилетия нет инвестиционного бума, то, значит, не сформировалась связка «корпоративный контроль – конкурентная среда». При этом инвестиционный процесс шел в естественных рамках, что позволяло расширять применение все более «нормальных» методов экономического анализа.

При изучении нынешнего и будущего состояния инвестиционного процесса в стране большую роль играют факторы структурных сдвигов и времени. Всякий кризис рыночного хозяйства в течение нескольких лет приводит к переоценке спроса и рыночной эффективности, перераспределению ресурсов. Как показал мировой кризис середины 1970-х годов, при резком сломе ценовых показателей происходит структурный кризис. После этого экономический рост идет уже в рамках новой структуры спроса, загрузка старых мощностей крайне неравномерна, капиталовложения направляются в иные отрасли и регионы. Естественно, столь же сильные эффекты наблюдаются в ходе трансформационного кризиса. Открытие российской экономики и изменение относительных цен в ней

были намного более глубокими, чем в мировом рыночном хозяйстве при повышении цен на нефть в 1974–1985 гг. В текущем кризисе 2008 г. ярко выражена структурная составляющая и сознательные попытки государственной политики ведущих стран перейти к энергосберегающему типу развития. Успех будет зависеть от объективных обстоятельств, длительности и масштаба кризиса, ценовых параметров.

При затяжном кризисе фактор времени начинает играть самостоятельную роль. Продолжительность транзитивного кризиса в России существенно отразилась на ее развитии. На старте трансформации она отставала от развитых демократий по большому числу параметров и к тому же должна была нести дополнительные издержки переходного периода. Но масштабы таких издержек и тяжесть последствий кризиса, как и социальные издержки и потери человеческого капитала, сказались на ходе трансформационных процессов. Накопившаяся почти за 20 лет потребность во вложениях в воспроизводство основных фондов требует немедленных решений и поиска соответствующих институциональных форм. В первую очередь это относится к стареющим инфраструктурным отраслям, нарастающей угрозе отказов инженерных сетей, перерыву в воспроизводстве машиностроительной базы. □ Если инвестиционный климат не обеспечивает жизненно важных капиталовложений, то их все равно нельзя отложить до его улучшения. Только в 2007–2008 гг. перед самым кризисом начался поворот к созданию институтов и инструментов развития. (Институты и инструменты развития (будь то банки или гарантированные облигационные займы) не могут стать эффективными немедленно – нужен опыт отбора проектов, нужна жесткость в оценке и сопровождении (подавление коррупции) и нужна истории возврата займов, позитивная история успеха, что бы тот или иной подход мог бы быть «тиражирован» и развит до таких масштабов. Которые могли иметь ощутимый эффект развития.)

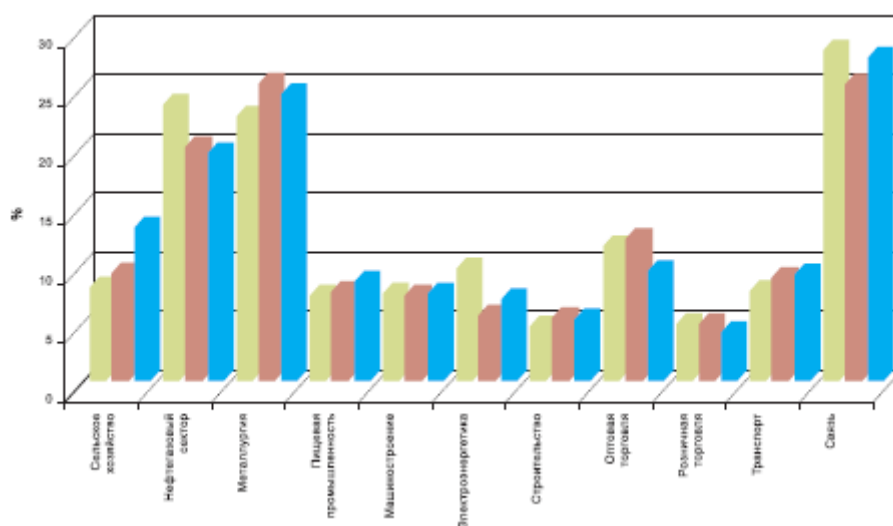
Отраслевая направленность инвестиций в отсутствие какой-либо ясной промышленной политики оказалась вполне стихийной. В ней проявились – в условиях «раннего» российского капитализма – основные рыночные факторы: сбыт и прибыль. В этом смысле 2000–2007 гг. стали фактически «чистым экспериментом» по развитию региональной и отраслевой структуры экономики при отсутствии сколько-нибудь выраженной промышленной и региональной политики. Разумеется, в постсоветский период компенсирующие инвестиции шли именно в те

отрасли, которые оставались недоинвестированными при плановом хозяйстве, – транспорт, связь и торговлю (23,5% в 2006 г.), а также в строительство и недвижимость (19,6%).

Выручка предприятий соответствующих отраслей отражает фактическую структуру рынка, определяющую направления инвестиций, во всяком случае из собственных средств. Государственные (безвозвратные) средства можно вкладывать в расчете и на более отдаленные эффекты. Выручка крупных и средних предприятий выросла в 2005–2007 гг. с 952 млрд до 1619 млрд долл. В 2007 г. нефтегазовый комплекс заработал 193 млрд долл., но значительный объем доходов был реализован через оптовую торговлю, выручка которой достигла 350 млрд долл. Машиностроение (109 млрд долл. в 2007 г.) по-прежнему уступает и розничной торговле (112 млрд), и металлургии с транспортом (по 127 млрд долл.). Еще хуже положение в сельском хозяйстве и пищевой промышленности – их выручка составила соответственно 25 млрд и 69 млрд долл.

Прибыльность предприятий в российской экономике более высокая в тех же отраслях и, разумеется, в связи, торговле, а также в экспортных секторах – нефтегазовом и металлургическом, которые поддерживают и усиливают проявление симптомов «голландской болезни» (см. рис. 2).

Рис. 2. Рентабельность продаж крупных и средних предприятий, 2005–2007 гг., %



Перед кризисом инвестиционный процесс в России формировался под влиянием объективных условий спроса и структуры активов, рентабельности бизнеса (см. табл. 3). При больших вложениях в отрасли с короткими инвестиционными циклами и высокой рентабельностью сложился по существу сценарий «Инерция», в рамках которого крупные инвестиционные проекты могли осуществлять только госкомпании и Всемирный банк (более эффективная разновидность государственного

финансирования).

Таблица 3. Структура инвестиций в сектора экономики по крупным и средним компаниям, 2005–2008 гг.

	млрд долл.				2008, % к итогу
	2005	2006	2007	2008	
Всего	2 688	3 533	4 908	6 272	312,4
Сельское хозяйство	79	147	206	235	11,7
Лесное хозяйство	7	6	8	8	0,4
Рыболовство, рыбоводство	3	4	3	3	0,1
Промышленность	1 092	1 467	2 048	2 633	131,1
Добыча полезных ископаемых	409	612	850	1 041	51,8
угольная	34	40	52	0	0,0
нефтегазовая	376	572	797	1 041	51,8
горнорудная	47	53	75	91	4,5
Обрабатывающая	473	578	771	1 034	51,5
пищевая	84	105	135	151	7,5
легкая	3	4	6	7	0,3
лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная и полиграфическая	34	32	44	65	3,3
химическая и нефтехимическая	56	79	106	126	6,3
нефтепереработка	42	53	72	102	5,1
промышленность строительных материалов	41	41	76	124	6,2
металлургия	132	158	179	256	12,8
машиностроение	57	74	116	156	7,8
прочее	24	32	37	47	2,3
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	210	277	427	558	27,8
электроэнергетика	125	162	290	396	19,7
Строительство	79	118	120	150	7,4
Торговля	75	103	144	169	8,4
Транспорт	594	755	989	1 371	68,3
Связь	179	193	251	257	12,8
Финансовое посредничество	36	38	62	75	3,7
Операции с недвижимым имуществом	30	38	71	94	4,7
Научные исследования и разработки	17	22	27	32	1,6
Здравоохранение и образование	110	162	245	300	14,9
Прочее	388	482	736	946	47,1

Источники: ФСГС, оценки ИЭФ.

Наука и машиностроение по-прежнему вкладывают намного меньше прошлого и ожидаемого. Им трудно как занимать, так и финансировать инвестиции за счет собственных средств. Эти отрасли, наиболее пострадавшие в ходе транзитивного кризиса, не могут выкарабкаться из инвестиционной «ямы» из-за недостаточного спроса на свою продукцию, потери рынков и кадров и финансовых проблем 1. Новый кризис тормозит возобновление процесса модернизации отраслей машиностроения – период подъема оказался упущенным.

Постепенный рост жилищного строительства был неизбежен в стране с относительно низкой обеспеченностью населения жильем (около

20 кв. м на человека), но развитие жилищного строительства упирается как в финансовые, так и институциональные препятствия. Реализация инфраструктурных проектов тормозится в силу того, что предполагает отвлечение огромных средств при сравнительно низкой норме рентабельности. Несмотря на появление национальных проектов и новых региональных и отраслевых стратегий, страна так и не сумела решить проблему резкой активизации инвестиционной деятельности: абсолютные объемы капиталовложений остаются относительно невысокими, немало важнейших отраслей находятся на «голодном инвестиционном пайке». Такая ситуация толкала Россию от сценария «Инерция» к сценарию «Мобилизация» – быстрым массированным вложениям «любой ценой», включая использование финансовых ресурсов бюджета. В существующих программных документах рост нормы накопления идет очень быстро с 21 до 31% ВВП в год. Но пока вложения в собственно модернизацию еще очень ограничены. Большие инфраструктурные и энергетические программы в условиях отраслевого и регионального лоббизма быстро приобрели грандиозный характер. Перед кризисом возникли явные проблемы для ресурсного (рабочая сила, металл, цемент, оборудование, транспорт) обеспечения одновременного роста строительства массы крупных объектов, часто в удаленных районах. В качестве некоторого утешения в условиях рецессии можно отметить, что она предотвратила возможное неэффективное использование финансовых ресурсов.

Финансовый сектор: иллюзия адекватности

Размах и роль кредита оказывает большое влияние на экономический рост. На ранней стадии развития в сложных правовых условиях банковский сектор способен функционировать благодаря тому, что банкиры хорошо знают клиентов. При больших масштабах экономики возникает потребность в более долгосрочном и значительном капитале. Это предполагает существенное улучшение контрактного права, совершенствование надзора и регулирования, общее укрепление правовой среды. Важнейшим фактором финансирования становятся долговые долгосрочные инструменты.

Но в России сроки кредита остаются небольшими (около 2–3 лет – даже для корпоративных облигаций). Наша страна экспортирует прямой («длинный») капитал и импортирует портфельный – «короткий». Но мощь отечественной банковской системы все еще слабая: многие крупные займы российских компаний (в частности в энергетическом секторе) не могли быть профинансированы на внутреннем рынке, во всяком случае банками из-за их низкой капитализации и надзорных ограничений.

Быстрый рост активов скрывает потерянные годы и создавал до недавнего времени иллюзию адекватности системы.

В России восстановление и рост финансовых институтов и рынков после кризиса 1998 г. были хотя и значительными, но недостаточными. Полноценного реструктурирования финансовой системы не было проведено, так что в текущем кризисе только три государственных банка оказались достаточного размера, чтобы обеспечивать стабильность системы. Даже рост банковского капитала в 2007 г. на 57% и активов – на 44% надо оценивать осторожно. Сложилась парадоксальная ситуация: все регуляторы финансовых рынков докладывают об успехах в соответствующих секторах; одновременно страна с огромным экспортом капитала: размещение за рубежом накопленных международных резервов ЦБ и средств бывшего Стабфонда. Прямые иностранные инвестиции российского бизнеса (что само по себе полезно ⁷) заимствовали все большие объемы средств из-за рубежа. При развитии собственной финансовой системы займы на развитие могли бы быть в национальной валюте и не создавать такого давления на ее курс. В 2007– начале 2008 гг. впервые возник чистый импорт капитала, что, правда, стало фактором ускорения накопления. Российская финансовая система уникальна: вряд ли можно найти другой пример попытки масштабной модернизации, которая сопровождалась бы экспортом капитала в фазе подъема на уровне 10 п. п. ВВП в течение ряда лет.

За несколько лет подъема сформировалась специфическая система финансирования: развитые страны с низкими инфляцией и ставками кредитуют нашу экономику с более высокими темпами роста и инфляцией. Она позволяла западным финансовым институтам повышать норму доходности для своих инвесторов. В России она дала возможность денежным властям накапливать рекордные валютные резервы и при этом полагать, что финансовый сектор способен удовлетворить растущие потребности экономики в кредитных ресурсах. Функционирование этой системы и было нарушено финансовым кризисом 2008-2009 гг.

Даже после 8-летнего экономического подъема нельзя говорить о зрелости финансовой системы страны. Наблюдаются очевидные признаки серьезных проблем в финансировании капиталовложений: высокие процентные ставки для некоторых видов бизнеса; короткие сроки облигационных займов; недостаточная ликвидность на биржах.

Практически все годы экономического подъема государство выкупило (и выкупило) свой внешний долг, но было вынуждено оставить евробонды на рынке, в том числе и потому, что иначе пенсионным фондам

некуда было бы вкладывать средства. Незначительные объемы внутренних корпоративных и муниципальных облигационных займов в быстро растущей экономике свидетельствуют не о низкой потребности в долгосрочном финансировании, а об отсутствии соответствующих институциональных условий. Планы увеличить внутренний рынок корпоративных облигаций в период до 2020 года с 3,3% до 22-25% ВВП тем более будет трудно (хотя это идет в правильном направлении) реализовать. Этому рынку уделялось недостаточно внимания раньше. Наконец, в отличие от личных доходов в долларах, которые могут увеличиваться за счет укрепления рубля, планы правительства - в данном случае отношение кредита к ВВП в четверть – было нереалистичными, так как должно быть достигнуто относительно номинального объема быстро растущего ВВП. Как показывают данные таблицы 4, хотя доля внешнего финансирования в экономике перед кризисом увеличивалась, но говорить об успешности финансового посредничества было преждевременно с учетом более высокой цены кредита и коротких сроков займов. Особенно заметно увеличение доли банковских займов при снижении доли облигационных в 2006-2008 гг., хотя в ходе длительного подъема картина должна бы быть противоположной. В накоплении велика доля бюджетных средств – около 1/5, как и прибыли и амортизации; по-прежнему сохраняется доминирование самофинансирования и государственных средств по сравнению с заемными источниками.

Таблица 4. Структура финансирования инвестиций в основной капитал по крупным и средним предприятиям, 2000–2008 гг.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Всего, млрд руб.	1 054	1 336	1 456	1 825	2 247	2 881	3 809	4 908	6 272
Всего, %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Собственные средства	47,5	49,4	45,0	45,2	45,4	44,6	42,1	41,5	40,0
Прибыль	23,4	23,9	19,1	17,8	19,2	20,3	19,9	19,9	18,6
Амортизация	18,1	18,5	21,9	24,2	22,8	21,0	19,2	18,1	18,0
Прочее	6,0	7,0	4,0	3,2	3,4	3,3	3,0	3,5	3,4
Привлеченные средства	52,5	50,6	55,0	54,8	54,6	55,4	57,9	58,5	60,0
кредиты банков	2,9	4,4	5,9	6,4	7,9	8,2	9,6	9,4	11,1
кредиты иностранных банков	0,6	0,9	0,9	1,2	1,1	1,0	1,6	1,1	2,4
заемные средства других организаций	7,2	4,9	6,5	6,8	7,3	5,9	6,0	6,1	6,5
Бюджетные средства	22,0	20,4	19,9	19,6	17,8	20,1	20,2	21,2	21,0
Прочие, в том числе:	15,6	18,3	20,4	21,1	20,8	21,2	22,2	21,7	21,4
средства от выпуска корпоративных облигаций	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	0,2	0,1
средства от эмиссии акций	0,5	0,1	0,4	0,3	0,2	3,1	2,3	1,9	0,7

Источник: ФСГС.

В 2001–2008 гг. норма национальных сбережений составляла 33–35% к ВВП, а норма накопления выросла лишь с 16 до 21%. В 2007 г. вывоз капитала осуществлялся в прежних крупных размерах при огромном ввозе портфельного капитала. Особенно быстро увеличивается именно внешняя корпоративная задолженность (более 100 млрд долл.), которую в значительной мере придется еще и рефинансировать в течение 2008–2009 гг. при ухудшающейся внешней обстановке (см. рис. 3). Строго говоря, именно неспособность создать «внутренние каналы» использования национальных сбережений является доказательством неадекватности финансовой системе. «Карусель» с экспортом частного прямого капитала из России и экспортом государственных сбережений привела к огромным заимствованиям портфельного капитала. Это поставило под удар как процесс накопления в стране, а через залоговые операции (margin calls) чуть не привела к массовому переходу контроля над российскими компаниями в руки иностранных кредиторов.

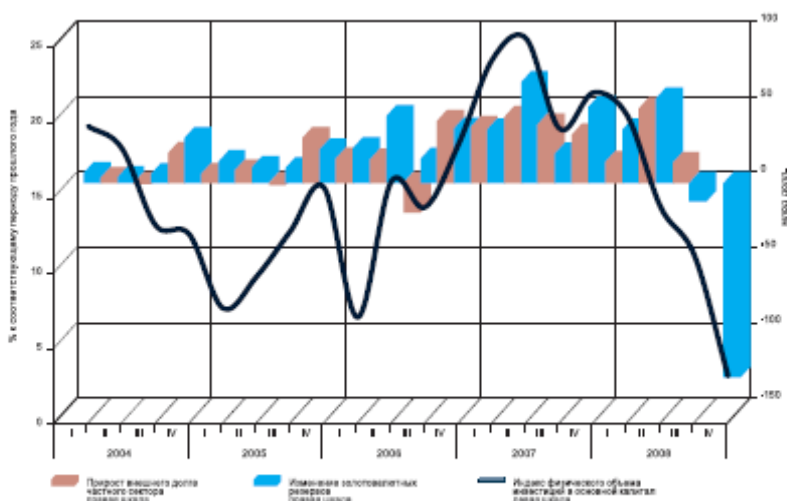
Нарастающие потрясения на западных финансовых рынках уже в 2007–2009 гг. сделали иллюзорность адекватности российской финансовой системы долгосрочным потребностям страны просто очевидной: «машина» по заимствованию относительно дешевого внешнего портфельного капитала практически остановилась. Уменьшение притока средств требует перестройки всей модели накопления в стране. Предоставление больших объемов ликвидности ЦБ и Минфином (через госкорпорации) подстраховало финансовый сектор от кризиса, но не решает долгосроч-

ных потребностей экономики в части повышения эффективности. Важно разделять антикризисные меры и меры по долгосрочному развитию экономики. Реакция российских государственных органов на возникшие в связи с мировым финансовым кризисом проблемы по сути выразилась в нескольких шагах:

- меры ЦБ по предоставлению ликвидности и расширению механизмов рефинансирования (октябрь 2007 г.);
- ускоренная капитализация государственных корпораций (2007–2008 гг.);
- выделение списка предприятий (295 на начало 2009 г.), чьи заимствования государство по существу гарантирует банкам;
- предоставление валютных ресурсов (под залог акций) ведущим компаниям, что было привело к усилению роли государства в крупном бизнесе.

Эти меры предотвратили возникновение критических ситуаций с текущей платежеспособностью, но не сняли ограничений, связанных с резко суженным каналом получения доступного внешнего финансирования. С августа 2007 г. не было осуществлено ни одного выпуска еврооблигаций российских эмитентов. В условиях необходимости рефинансирования большого корпоративного внешнего долга (378 млрд долл. по состоянию на 1 октября 2007 г.), это потребовало серьезной корректировки инвестиционных планов российских компаний. Впрочем, признаком качественной слабости финансового сектора является именно отсутствие венчурного финансирования и пяти–семилетнего облигационного корпоративного рынка, важных для обеспечения вложений в отрасли, осуществляющие модернизацию.

Рис. 3. Изменение внешнего долга частного сектора, накопление резервов и динамика инвестиций в основной капитал, 2004–2008 гг.



Источники: Банк России, ФСГС, расчеты ИЗФ.

В период после Краха 1998 г., в котором решение стратегических вопросов финансирования долгосрочного роста было отложено, тем более что действующие кредитные институты стремились прежде всего обеспечить свое собственное развитие. Интересы «сильных» финансового сектора достаточно просты: усиление роли ведущих банков (особенно государственных) вместо расширения конкуренции; ограничение угрозы извне (что нашло свое отражение в принятых условиях вступления в ВТО). Вопрос о переориентации источников финансирования с внешних на внутренние, который ставится частным сектором перед правительством, вызывает естественные опасения ЦБ и Минфина. Опасения были связаны с инфляционными соображениями. Но отсутствие внутренних долгосрочных источников кредита способствовало масштабному кредитованию бизнеса за рубежом. Задержка в развитии частного финансового сектора в данном сценарии наряду с мировым финансовым кризисом подталкивает экономические ведомства к решению проблем на основе вливания бюджетных средств. Переход к модернизации предполагал бы стимулирование капитализации банков, более широкий доступ к кредиту малого бизнеса, системный подход к модернизации самого финансового сектора.

Государственные инвестиции — «временное решение» навсегда?

Сильный износ производственных фондов, ненадежность инфраструктурных сетей, низкий уровень развития образования и здравоохранения, проблемы в пенсионной системе, нарастающая глобальная конкуренция — все это свидетельствует о необходимости глубокой модернизации российской экономики и социальной сферы, что требует соответствующих капиталовложений. К сожалению, создание и отладка

институтов и инструментов развития и решения инфраструктурных проблем стало приоритетом только в последние годы. Достаточно давно было ясно, что накапливаются проблемы, которые частный бизнес еще не скоро будет в состоянии решать самостоятельно. После пятнадцати лет инвестиционной «ямы» целый ряд проблем страны, особенно инфраструктурных, которые бизнес в одиночку не решит в разумные сроки. Отметим также огромной важности региональные проблемы: недоинвестирование в энергетику, потребность в модернизации инфраструктуры, сочетании нового строительства и модернизации обрабатывающих мощностей носят яркий региональный характер. В сложившейся структуре инвестиций, как уже упоминалось, доминирует самофинансирование, а в кредитных ресурсах – расла роль импорта капитала. Использование новых бюджетных доходов для решения накопившихся проблем выглядит как естественный шаг, но требует огромного внимания к формам и эффективности таких расходов. При прочих равных предпочтительнее использование государственных средств на возвратной основе, в рамках частно-государственного партнерства, с максимальным упором на использование эффективного управления частным сектором. Финансовые потрясения 2007–2008 гг. немедленно сказались на условиях внутреннего финансирования и вызвали повышенный интерес бизнеса к резервным фондам Минфина и средствам ЦБ. В то же время области и республики, отраслевые компании утверждают в соответствующих министерствах и правительственных комиссиях амбициозные инвестиционные программы (Часто для этого используются старые советские планы размещения объектов, хотя характер развития изменился, а необходимых людских, финансовых и иных ресурсов не хватает (цемент, пропускная способность дорог и пр.)). Сумма затребованных ресурсов корреспондирует скорее с нереализованными потребностями страны, чем с доступными объемами средств. В большинстве случаев речь идет о привлечении ресурсов правительственных фондов. В результате мы вскоре столкнемся с невозможностью одновременного финансирования и строительства капиталоемких проектов по всей стране, особенно в Сибири и Дальнем Востоке, при нехватке квалифицированных кадров. В условиях объективно существующих жестких бюджетных ограничений – даже при высоких нефтяных доходах – вопрос о способах реализации программ развития становится критическим. В развитых рыночных экономиках доля государственных инвестиций опустилась до 3–4% ВВП, а в России она еще ниже. Поэтому применительно к правительственным

докризисным планам увеличения нормы накопления с 21 до 31% ВВП в течение нескольких лет можно предположить, что лишь несколько пунктов этого прироста удалось бы возложить на государство. Основной вклад придется делать частному сектору, который должен либо зарабатывать, либо взять в долг необходимые ресурсы, разработать эффективные проекты и принять коммерческие (и политические – тихой экспроприации) риски, причем на пять-семь лет. Эта проблема становится вновь актуальной в предвидении – пусть через несколько лет – нового подъема при ограниченных государственных ресурсах.

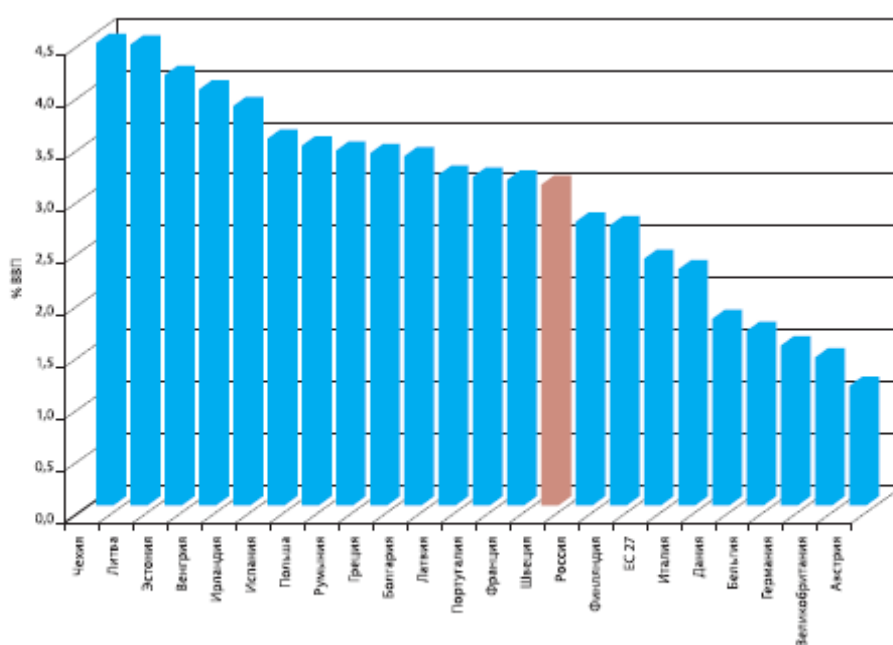
Важно не только определение источников финансирования, но и рациональное использование государственных средств в условиях высокой коррупции, неудач ФЦП прошлых лет и т. п. В частности, ключевой вопрос – выбор между государственными финансовыми ресурсами, управляемыми частным или смешанным бизнесом, и прямым хозяйствованием государственных компаний ⁷. Разумеется, корпорация под контролем государства более предпочтительна, чем безвозмездное финансирование, предоставляющее широкие возможности для лоббистов и коррупционеров.

Выбор не только пути массивного инвестирования, но и его форм определяет систему коалиций в пользу тех или иных решений, программ и проектов. Ясно, что крупные частные компании заинтересованы в предсказуемом создании производственной и социальной инфраструктуры на государственные средства для ее использования при развитии своего бизнеса. Относительно бедные регионы пытаются втянуть одновременно и федеральные ведомства, и компании (частные и государственные) в широкое финансирование проектов на своей территории, при этом политический лоббизм нередко побеждает рациональные соображения. Бюрократические элементы правительства по разным причинам пытаются увеличить концентрацию и перераспределение финансовых ресурсов через федеральный центр. Формирование государственных компаний ставит их в выигрышное положение относительно частного бизнеса, поскольку критерии эффективности тех и других различны. В то же время эффективность деятельности госкомпаний, как показывает мировой опыт, обычно невысока.

Приоритеты развития, готовность сконцентрировать достаточные ресурсы на выбранных направлениях зависят не столько от экономического анализа, сколько от целей общества, бизнеса и государства. Государство, естественно, претендует на способность устанавливать приоритеты, хотя практически сделать это в последние полтора деся-

тилетия удается с большим трудом. Правительство демонстрировало неспособность выбрать и энергично задействовать те модели реализации даже политически принятых решений (МЭРТ фактически признал слабую реализацию ФЦП еще в 2006 г.). В конечном счете именно общество и бизнес должны решить, на какие затраты они готовы идти и какие издержки – нести, чтобы выйти на современный путь развития. Государство располагает сейчас значительными резервами, но понятно, что они совершенно неадекватны масштабам расходов, необходимых для модернизации страны – основные ресурсы необходимо будет создать по мере реализации программ развития. Во время кризиса инвестиционные программы повсеместно оказываются под ударом.

Рис. 4. Доля государственных инвестиций в ВВП, среднее за 2004–2007



Источники: Евростат, ФСГС, расчеты ИЭФ.

В России мы постоянно стоим перед выбором: время против стоимости проблемы. Здесь особенно важно понимать, какие именно экономические агенты могут и будут реализовывать программу модернизации. Причем она невозможна без создания адекватных институциональных условий. Важно дать возможность частному бизнесу реализовать свой инновационный потенциал в адекватной правовой среде, оставив за государством, госкорпорациями, бюджетным финансированием решение (и то не навечно) тех проблем, которые накопились в переходном периоде. В этом сложнейшем маневре будет решаться вопрос перехода от инерции предыдущих лет к модернизации при угрозе остаться в большой мобилизации ресурсов с ограниченной эффективностью.

Вопрос о будущем месте России в глобальной экономике с учетом ее реальных человеческих и природных ресурсов приобретает новый смысл. Итоги трансформации экономических институтов теперь (после восьми лет экономического подъема) можно оценивать по способности хозяйства к модернизации. Одновременно речь идет о выработке стратегии развития страны (наряду с модернизацией государства) как минимум на поколение, а не на очередной политической цикл. Глобальный кризис предвещает масштабные изменения в мировой экономике, перестройку финансовой архитектуры, условий финансирования. Мы обсуждаем надежду на широкую модернизацию, улучшение благосостояния населения и занятие Россией достойного места в мире в третьем тысячелетии уже не в условиях гладкого подъема с огромной нефтяной рентой. Если бы не упущенное время, можно многое было бы решать в рамках более спокойных и естественных сценариев развития. Пока не было «подарка» нефтяных средств, можно было намного больше сделать по созданию адекватных условий накопления и финансирования развития, как в финансовой системе, так и в институтах развития. Мы же стоим перед периодом, в котором инструментарий инновационного пути развития может оказаться и мобилизационным, и модернизационным – грань между ними (особенно на старте) достаточно тонкая, а эффективность в будущем – весьма различная. Кризис ставит вопрос о сохранении модернизационных элементов стратегии развития и высвобождении сил частного предпринимательства в условиях, в которых нет больших свободных средств правительства.

В 1990 – начале 2000-х годов наблюдалась задержка с проведением серьезных институциональных реформ и укреплением прав собственности, корпоративного контроля, а также развитием финансового сектора - реализовывался сценарий «Инерция», в котором доминируют укоровившиеся группы интересов.

Под влиянием накопившихся проблем, внешнего шока и осознания угроз и вызовов глобальной конкуренции встает вопрос о путях выхода из трудной ситуации, будет идти борьба между сторонниками простых и быстрых решений и теми, кто выступает за пусть трудный, но необходимый поиск адекватных институциональных ответов на новые вызовы. Конечно, от сценария «Инерция» проще перейти к сценарию «Мобилизация», чем к «Модернизации», опять отложив решение институциональных основ проблемы. Во второй – предпочтительный – сценарий можно входить только постепенно, привлекая к решению каждой институциональной задачи соответствующих сторонников и опираясь

на эффективные механизмы, учитывающие побочные и отдаленные эффекты. В условиях тяжелейших потрясений старой модели мирового финансирования инвестиций и в России придется искать новую модели финансирования развития.

Кризис выявляет сразу и слабости финансов предприятий, и банков, и нехватку инструментария развития, которые должны дополнять друг друга. Он ставит новые задачи на выживание фирм в условиях кризиса, повышения их конкурентоспособности. Но кризис и сокращает реальные инвестиции, оттягивая решение народнохозяйственных проблем. Мобилизационный сценарий становится затруднительным по ограничению ресурсов.

Анти-кризисная политика проводится, разумеется, в условиях того базиса, который доступен в данный момент. Можно ожидать значительного – 10–20% сокращения капиталовложений, достигнутых ранее. Уже к началу 2009 г. серьезно задето строительство. Свертывание инвестиционных программ еще заденет машиностроение и импорт оборудования. В ходе циклических кризисов рыночной экономики капиталовложения начинают падать почти сразу вместе с промышленным производством, но идет в них намного глубже и дольше. В частности это связано с подрывом долгосрочного кредита в ходе кризиса. В данной рецессии эти эффекты будут очень заметными и в мире, и в России. Большинство инфраструктурных и энергетических программ даже не начало. Вложения в машиностроение, государственные вложения в науку в принципе можно было бы поддержать (они просто невелики). Для борьбы с кризисом и нехваткой спроса традиционным средством могли бы стать строительство дорого и недорогого жилья (что помогло бы использовать возможности гастарбайтеров). Такой подход к ограничению кризиса и решению важных проблем страны предполагает высокую эффективность управления, относительно низкую коррупцию и демонополизацию целого ряда отраслей. Создание институционального базиса для реинвестирования экспортных доходов через внутреннюю (а не внешнюю) финансовую систему одновременно создавало бы и основу для послекризисного инвестиционного бума.