

# Ключевая ставка и экономический рост

Совет директоров ЦБ 15 сентября повысил ключевую ставку еще на 100 б. п. до 13%. Согласно базовому сценарию ЦБ, средняя ставка в текущем году составит 13–13,6%, в 2024 г. – 11,5–12,5% годовых. Многочисленные отклики на выступление председателя Банка России Эльвиры Набиуллы концентрируются в основном на связи инфляции, валютного регулирования и курса рубля. Но нужно также говорить о связи ключевой ставки и экономического роста.



Андрей Конопляник  
член научного совета РАН по системным исследованиям энергетики

## КРЕДИТЫ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ И ИНВЕСТИЦИОННЫЕ

Аргументация ЦБ в пользу повышения ставки – это необходимо для снижения инфляции. В ЦБ констатировали перегрев экономики, утверждая, что рост спроса превышает возможности его удовлетворения. Но речь идет преимущественно о росте конечного потребительского спроса в результате агрессивного потребительского кредитования банками (ипотека, автокредитование и т. п.).

Из решения совета директоров ЦБ, из выступления главы банка после заседания, из опубликованного 31 августа прогноза «О чем говорят тренды» департамента исследований и прогнозирования ЦБ совершенно выпали вопросы влияния ключевой ставки на финансирование развития реального сектора экономики. А ведь текущий уровень ставки является убийственным для кредитования реального сектора и интенсификации экономического роста в стране.

Понятен пафос главы ЦБ в пользу повышения ключевой ставки – она не считает кредит основным источником инвестиций. Выступая на Московском финансовом форуме 8 сентября 2022 г., Набиуллина отметила, что Россия в рамках трансформации экономики должна повысить производительность труда и конкурентоспособность, а не только изменить географию рынков. «Все-таки должна повышаться производительность труда, у нас должна быть большая доля технологической продукции. Вообще, экономика должна быть способна к инновациям. Это то, чего мы хотим, – конкурентоспособная экономика в конечном счете».

То есть глава ЦБ отметила необходимость инноваций, инвестиций в развитие революционных направлений НТП. А это означает длинный дешевый инвестиционный кредит. При этом из уст главы ЦБ прозвучало, по сути, программное заявление о том, каким образом необходимо финансировать такие высокорискованные направления финансирования инвестиционных проектов, не гарантирующих быструю и высокую отдачу на капитал. «У нас очень много инвестиций делается условно в долг – компании нагружаются долгом. У нас чрезвычайно не хватает акционерного капитала. Перед финансовым сектором стоит задача и вызов нарастить именно это долевое финансирование, привлечение капитала, а это доверие инвесторов, это ключевая вещь».

Но у нас в стране и так основная часть инвестиций осуществляется из прибыли компаний и предприя-

тий. По оценке Валерия Миронова, замдиректора института «Центр развития» НИУ ВШЭ, «доля кредитов в источниках финансирования инвестиций – около 10%, а свыше 50% вложений в развитие производства компании осуществляют за счет собственной прибыли». Постоянный оппонент главы Центробанка академик РАН Сергей Глазьев пишет: «Банки не кредитуют инвестиции. Доля кредитов в их формировании не превышает 12%. При этом в активах государственных банков инвестиционные кредиты составляют не более 5%».

Низкая доля кредитных ресурсов в финансировании является прямым результатом их недоступно-

возможностей бездефицитного бюджета). В итоге получаем: в бюджете на всех «денег нет, но вы держитесь». Политика удержания бездефицитного бюджета, с одной стороны, и невозможность кредитования внебюджетных долгосрочных инвестиций по рыночным ставкам, формируемым на основе универсальной завышенной ключевой ставки ЦБ для всех отраслей (определяемой без учета интересов реальных секторов экономики), – с другой создают инвестиционные ограничения для экономического роста.

Компании/предприятия привлекать заемное (проектное) финансирование по рыночным ставкам кредитования не могут – не позволяет экономика инновационных (на начальном этапе высокорискованных и несверхдоходных) проектов, ибо разорятся. Значит, надо идти на поклон за индивидуальными финансовыми (по ставкам кредитования) или налоговыми (для высвобождения части будущего финансового потока для возврата кредита) льготами со всеми негативными последствиями такой модели финансирования/хозяйствования. В приоритете оказывается не наиболее эффективный бизнес, а обладающий наибольшим административным ресурсом.

Банки не могут предоставлять



АНДРЕЙ ГОРДЕЕВ / ВЕДОМОСТИ

сти для многих производственных компаний по приемлемым для экономики инвестпроектов процентным ставкам. Дальнейший их рост лишь усугубит практику концентрации рисков на производственной компании в противовес общепринятой практике распределения и минимизации рисков за счет правильно структурированного заемного (проектного) финансирования по приемлемым кредитным ставкам.

## ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ ДЛЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Фактический запрет на внебюджетное кредитование инвестпроектов из-за высокой ключевой ставки расширяет существующий дефицит бюджетного финансирования (рост спроса на бюджетные инвестиции при ограниченности

заемное (проектное) финансирование по льготным ставкам кредитования, ибо разорятся, если государство не предоставит им компенсационные выплаты. Но бюджетные возможности в рамках бездефицитного бюджета ограничены. По постановлению № 295 от 22.02.2023 на компенсацию банкам льготной ставки кредитования (30% от ключевой ставки ЦБ плюс 3 п. п.) выделен всего 1 млрд руб. Иные программы льготного кредитования (для поддержания бесперебойной работы системообразующих предприятий АПК, промышленности и торговли, промышленной ипотеки) не нацелены на финансирование технологических прорывов и революционного НТП, которые могут и должны обеспечить рост производительности труда (к чему призывает глава ЦБ) и ускоренный экономический рост

(а не вывод его на вялотекущую «траекторию сбалансированного роста» 1,5–2,5% ВВП, что прогнозирует ЦБ).

В 1990-е, 2000-е и первую половину 2010-х гг. у российских предприятий и банков был открыт доступ к заемному международному финансированию, ставки которого (LIBOR+) были существенно ниже запретительно высокой ставки рефинансирования ЦБ на внутреннем рынке, которая в середине 1990-х превышала 200%, а в середине 2000-х достигала 150% (в 1990-е гг. LIBOR+ составляла 4–6%, в 2000-е – 2–5%, в 2010-е – 1–2%).

Поэтому начиная с 1990-х гг. сформировалась устойчивая схема финансирования российских инвестпроектов через привлечение кредитных ресурсов с международного (преимущественно англо-

что для обеих групп стран такое пороговое значение составляет 77%. Для развивающихся экономик пороговый эффект наступал при более низком уровне долга к ВВП, равном 64%. Эти пороговые значения хорошо вписываются в логику и количественные параметры уровня долга при проектном финансировании.

Президент ВТБ Андрей Костин в интервью РБК 11 сентября заявил, что не считает нужным использование бюджетного правила или сохранение бездефицитного бюджета в нынешних условиях и считает возможным увеличение госдолга примерно до 40% ВВП. С этим стоит согласиться. В 2022 г. ВВП России в абсолютном выражении составил 151,5 трлн руб. в текущих ценах, следует из данных Росстата. Рост госдолга с 15–18 до 40% (как предлагает

**Речь идет об аккуратном увеличении внутреннего долга за счет обеспеченной целевой эмиссии, гарантией покрытия которой являются будущие доходы инвестпроектов, под реализацию которых эмитируются необходимые денежные средства. Они запускают мультипликативные производственные эффекты по всей стране**

саксонского) финансового рынка. Сжатие этого рынка для российских заемщиков после 2014 г. и окончательное схлопывание после 2022 г. оставило три источника привлечения инвестиционных ресурсов: бюджет, источники внутреннего накопления, госдолг. Первый и второй ограничены.

Но Россия находится в десятке стран с самым низким отношением госдолга к ВВП: 17,2% на конец 2022 г., 17,8% на 2023 г., 8-е место в мире. Министр финансов Антон Силуанов 3 марта в интервью РТ оценил уровень долга к ВВП в 15,1%. По его словам, это наше преимущество, которое дает возможность маневра с точки зрения операций на финансовом рынке и позволяет привлекать заимствования для покрытия расходов бюджета в будущем.

Но низкая величина госдолга к ВВП – это не существенный отложенный плюс (потенциальное преимущество), о котором говорит министр, а существенный текущий минус от неиспользования этого преимущества для внутреннего заемного финансирования экономического роста.

## ГОСДОЛГ КАК ИНСТРУМЕНТ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Вопрос в том, какой объем долга к ВВП сверх текущего можно считать приемлемым, безопасным для экономического развития России. Медианное отношение госдолга к ВВП для развивающихся стран в 2021 г. составило 57%. Поэтому наша страна находится в весьма комфортной зоне с точки зрения возможности наращивания госдолга для стимулирования экономического роста.

Понятно, что существует некое пороговое значение (для разных стран разное), при котором обслуживание долга начинает превышать инициированный наращиванием госдолга экономический рост и дополнительные бюджетные доходы и страна вползает (или впадает) в долговую кризис. Исследование Всемирного банка на основе данных по 101 экономически развитому и развивающемуся государству (т. е. половине странового состава ООН) за период 1980–2008 гг. показало,

Костин) означает потенциальную возможность привлечения дополнительно 33–38 трлн руб. для инвестиций. Это многократно превышает все существующие объемы и программы господдержки инвестиционных проектов, многие из которых нацелены на удешевление существующих производств – важная, нужная, полезная, но не обеспечивающая технологических прорывов и обретение технологического суверенитета деятельность в рамках эволюционного НТП.

У многих в памяти долговые кризисы СССР 1990–1991 гг. и России 1998 г., явившиеся результатами наращивания внешних и внутренних необеспеченных заимствований сверх возможности их покрытия. Но в данном случае речь идет об аккуратном увеличении внутреннего долга за счет обеспеченной целевой эмиссии, гарантией покрытия которой являются будущие доходы инвестпроектов, под реализацию которых эмитируются необходимые денежные средства. Они по цепочке инвестрасходов запускают мультипликативные производственные эффекты по всей стране. То есть фактически монетизируют сегодня будущие доходы инвестпроектов, реализуемых в рамках проектного финансирования. И не приводят к росту инфляции в отличие от потребительского кредитования в условиях ограниченного предложения. И открывают возможности для рыночного финансирования проектов развития вне рамок ограниченного бюджетного финансирования.

Увеличение долга к ВВП в зоне комфортных значений за счет целевой эмиссии ЦБ под проектное финансирование прорывных инвестпроектов при низкой ставке кредитования может внести свой вклад в финансирование научно-технических прорывов, стимулирование революционного НТП, выведение России на траекторию ускоренного роста, формирования новых конкурентных преимуществ и перехода на новый технологический уклад, обеспечивающий повышение жизненного уровня населения страны. Ведь именно это является главной задачей ответственной экономической политики. –