

Сайфиева Светлана Николаевна,
кандидат экономических наук, доцент,
зав. лабораторией проблем финансово-
денежного регулирования национальной
экономики Федерального
государственного бюджетного
учреждения науки Института
проблем рынка РАН, Москва.

Sayfiyeva Svetlana,
PhD, Associate Professor,
Head. Laboratory problems of financial
and monetary regulation
of the national economy of the Federal State
Organization Science Institute
of Market Problems, RAS, Moscow.

E-mail: ssn71@mail.ru

Финансовые и реальные инвестиции в российскую экономику: отраслевой аспект*

Financial and real investment in the Russian economy: industry aspect

В работе выполнен анализ динамики финансовых и реальных инвестиций в российскую экономику, выявлено их соотношение, в том числе в разрезе основных видов деятельности и отраслей промышленности, определены причины дисбаланса. Рассмотрены проблемы фондового рынка и банковского кредитования. Особое внимание уделяется вопросу государственного участия в инвестиционном процессе.

In the analysis of the performance of financial and real investment in the Russian economy, revealed their relationship, including in the context of the main activities and industries, determine the cause of imbalance. The problems of the stock market and bank lending are considered. Special attention is paid to the question of public participation in the investment process.

Ключевые слова: финансовые, реальные и спекулятивные инвестиции, фондовый рынок, денежно-кредитная политика, банковское кредитование, государственные инвестиции, виды экономической деятельности, отрасли промышленности

Keywords: financial, real and speculative investment, stock market, monetary policy, bank lending, public investment, economic activities, industry

В настоящее время представляют особый научный интерес инвестиционные проблемы развития российской экономики, поскольку от решения этого вопроса зависит траектория экономического роста. Возможны два сценария. Согласно первому, экономика продолжит топтаться в состоянии вялотекущей депрессии, развиваясь на деньги, вырученные от продажи нефти и газа. По второму сценарию, при грамотном использовании инструментов финансово-денежной политики, кредитного и облигационного рынка, как источника капитала, она перейдет к энергичному росту. Модернизация и диверсификации экономики невозможны при отсутствии развитого финансового рынка.

В соответствии с принятой методологией, инвестиции в нефинансовые активы включают в себя следующие элементы: инвестиции в основной капитал, инвестиции в нематериальные активы, инвестиции в прирост запасов материальных оборотных средств, затраты на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические работы, инвестиции в другие нефинансовые активы¹. Учитывая тот факт, что с 2000 г. по 2011 гг. в структуре инвестиций в нефинансовые активы инвестиции в основной капитал составили от 98,4 до 98,8%², сравним динамику объема последних с динамикой финансовых вложений.

Напомним, что в зависимости от объекта инвестирования различают реальные, финансовые и

* Работа выполнена при финансовой поддержке Российского гуманитарного научного фонда (Проект № 12-02-00011а «Проблемы финансирования основного капитала в российской экономике: теоретический и практический аспекты».)

¹ Инвестиции в России. 2007: Стат.сб./Росстат. – М., 2007. С. 136.

² Российский статистический ежегодник. 2011: Стат. сб./Госкомстат России.- М. 2010. С. 657.

Таблица 1

Доля реальных и финансовых вложений в ВВП

Годы	ВВП в текущих ценах, млрд руб.*	Инвестиции в основной капитал, млрд руб.**	Финансовые вложения, млрд руб.***	Доля инвестиций в основной капитал в ВВП, %	Доля финансовых вложений в ВВП, %
2000	7305,6	1162,2	1245,0	15,9	17,0
2001	8943,6	1504,7	2429,8	16,8	27,2
2002	10819,2	1762,4	2091,3	16,3	19,3
2003	13208,2	2186,4	3390,5	16,6	25,7
2004	17027,2	2865,0	4867,6	16,8	28,6
2005	21609,8	3611,1	9209,2	16,7	42,6
2006	26917,2	4730,0	14395,0	17,6	53,5
2007	33247,5	6716,2	18779,4	20,2	56,5
2008	41276,8	8781,6	26402,4	21,3	64,0
2009	38786,4	7976,0	22745,0	20,6	58,6
2010	44939,2	9152,1	41274,9	20,4	91,8
2011	54369,1	10776,8	66634,0	19,8	122,6

* http://www.gks.ru/free_doc/new_site/vvp/tab1.xls** ЦБСД, Электронный ресурс: <http://www.gks.ru/>

*** 2000–2006 гг. Инвестиции в России. 2007: Стат.сб./Росстат. – М., 2007. С. 139, 2009–2010 гг. Российский статистический ежегодник. 2011: Стат. сб./ Госкомстат России. – М. 2010. С. 676

спекулятивные инвестиции. Инвестиции в реальные активы определенным образом соотносятся с понятием капитальных вложений, которые представляют собой инвестиции в долгосрочные активы (основные средства). К финансовым вложениям относятся: ценные бумаги, в том числе долговые (облигации, векселя), вклады в уставные капиталы других организаций, предоставленные другим организациям займы и пр.³ Их отличительной чертой является внешняя направленность за пределы предприятия. Спекулятивные инвестиции представляют собой покупку активов исключительно ради возможного изменения цены. Чаще всего это происходит тогда, когда одна компания покупает другую с целью дождаться лучшей конъюнктуры и перепродать, как было, например, с приобретением АФК «Система» башкирского ТЭКа.

Темпы роста финансовых вложений в российскую экономику систематически опережают реальные: увеличение инвестиций в основной капитал в сопоставимых ценах в 2011 г. по сравнению с 2000 г. составило 2,8 раза⁴, финансовых вложений⁵ – 16,2 раза. Финансовые вложения в 2011 г.

в 6,2 раза превысили инвестиции в основной капитал, в 2000 г. – в 1,1 раза, в 2007 г. – в 2,8 раза, т.е. в докризисный период этот показатель был примерно в 2 раза ниже и далее последовательно нарастал (см. табл. 1).

Как известно, резкое увеличение финансовых вложений тормозит рост реальных инвестиций и, соответственно, рост ВВП. Доля инвестиций в основной капитал по отношению к ВВП в России, хотя и растет, но находится на недостаточном уровне. По нашему мнению, такая ситуация во многом обусловлена следующими причинами: значительными финансовыми затратами; длительным сроком окупаемости; результаты инвестирования содержат элементы риска и неопределенности; происходит продолжительное связывание финансовых средств в объектах капитальных вложений, которые в конце жизненного цикла имеют некоторую ликвидационную стоимость.

Для того чтобы подробнее определить специфику инвестиционного процесса российской экономики, следует рассмотреть и сопоставить динамику капитальных и финансовых вложений в разрезе основных видов экономической деятельности и отраслей промышленности. Как показано в табл. 2, структура финансовых вложений за двенадцатилетний период претерпела серьезные изменения: доля промышленности сократилась практически вдвое, втрое возрос удельный вес

³ Инвестиции в России. 2007: Стат.сб./Росстат. – М., 2007. С. 149.

⁴ Цепной индекс цен в строительстве (2001 г. – 114,4%, 2002 г. – 112,6%, 2003 г. – 110,3%, 2004 г. – 114,9%, 2005 г. – 112,1%, 2006 г. – 112,4%, 2007 г. – 117,4%, 2008 г. – 116,9%, 2009 г. – 100,1%, 2010 г. – 109,1%, 2011 г. – 108,0%). ЦБСД, Электронный ресурс: <http://www.gks.ru/>

⁵ Цепной индекс потребительских цен на товары и услуги (2001 г. – 118,6%, 2002 г. – 115,1%, 2003 г. – 112,0%, 2004 г. – 111,7%, 2005 г. – 110,9%, 2006 г. – 109,0%, 2007 г. – 111,9%,

2008 г. – 113,3%, 2009 г. – 108,8%, 2010 г. – 108,8%, 2011 г. – 106,1%). ЦБСД, Электронный ресурс: <http://www.gks.ru/>

Таблица 2

Структура финансовых вложений по видам экономической деятельности, %

	2000	2003	2005	2007	2010	2011
Всего, в т.ч.	100	100	100	100	100	100
Промышленность	60,3	62,3	79,5	44,5	37,9	33,8
Сельское хозяйство	0,2	0,4	0,3	0,2	0,4	0,3
Строительство	1,6	1,8	0,7	0,9	1,6	1,2
Транспорт	2,7	1,4	0,9	3,8	4,6	4,9
Связь	1,9	4,9	2,2	3,4	2,4	1,5
Торговля и общественное питание	6,5	15,7	11,9	38,3	41,7	29,8
Оптовая торговля	2,7	3,0				
ЖКХ	0,4	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1
Прочие	23,7	10,2	4,4	8,6	11,3	28,4

Источник: 2000–2003 гг. Российский статистический ежегодник. 2004: Стат. сб./ Госкомстат России. – М. 2004. С. 619; 2005–2007 гг. Российский статистический ежегодник. 2008: Стат. сб./ Госкомстат России. – М. 2008. С. 732; 2010 гг. Российский статистический ежегодник. 2011: Стат. сб. / Госкомстат России. – М. 2011. С. 676; 2011 г. Россия в цифрах 2012: Крат. стат. сб. / Росстат – М. 2012. С. 485–489.

торговли, на 4,7 п.п. увеличилась доля прочих видов деятельности. «Резкий рост финансовых вложений (в абсолютном и относительном выражении) обеспечили организации, работающие на финансовых рынках и оказывающие услуги в сфере финансового посредничества (биржи, депозитарии, брокерские компании, организации, оказывающие услуги по факторингу и лизингу). Если до 2010 г. доля финансовых средств, направляемых в сектор «Финансовая деятельность», в отраслевой структуре распределения финансовых инвестиций была меньше 1%, то за два последних года она выросла с 0,5 до 23,4%, увеличившись за 2010 г. на 4,5 п. п., а за 2011 г. — более чем на 18,4 п. п. Такое развитие рынка финансовых услуг и фондового рынка в целом преимущественно определялось ростом операций с безопасными активами (облигациями) и наиболее рискованными финансовыми инструментами (деривативами). Среди других отраслевых сдвигов отметим снижение, при номинальном росте, удельного веса вложений в оптовую и розничную торговлю (с 41,7% в 2010 г. до 29,8% в 2011 г.)»⁶ (см. табл.2).

По данным Росстата⁷, структура инвестиций в основной капитал по видам экономической деятельности подверглась изменениям в меньшей степени. Так доля промышленности сократилась на 3,7 п.п., торговли возросла только на 0,5 п.п., удельный вес инвестиций в основной капитал остальных видов экономической деятельности

в общей структуре практически не изменился. Поэтому считаем целесообразным сопоставить структуру капитальных и финансовых вложений в разрезе отраслей промышленности. Анализ структуры инвестиций в основной капитал промышленности показал, что в 2000–2011 гг. происходит перераспределение уровня инвестирования: сокращение инвестиций в добывающий (-5,0 п.п.) и обрабатывающий (-4,7 п.п.) сектора экономики, при росте инвестиций в «Электроэнергетику, производство и распределение электроэнергии, газа и воды» (+9,7 п.п.). Особое внимание следует обратить на инвестиционные процессы, происходящие в обрабатывающих производствах. Так, доля капитальных вложений в отрасль «Производство пищевых продуктов, включая напитки и табак» сократилась вдвое, в «Металлургическом производстве и производстве готовых металлических изделий» — на 1,8 п.п., в «Производстве электрооборудования, электронного и оптического оборудования» — на 0,5 п.п., в «Производстве транспортных средств и оборудования» — на 0,6 п.п., в «Производстве машин и оборудования» — остался без изменения. Удельный вес инвестиций в основной капитал увеличился в следующих отраслях: «Производство кокса и нефтепродуктов» — 2,1 п.п., «Химическое производство» — 0,7 п.п.⁸

Структура финансовых вложений по промышленности в целом и ее отраслям представлена в табл. 3. Она существенно отличается от структу-

⁶ Борисова И., Замараев Б., Киюцевская А., Назарова А., Суханов Е. Растущая российская экономика на фоне растущей внешней напряженности // Вопросы экономики, № 6, 2012. С. 23.

⁷ Электронный ресурс: <http://www.gks.ru/>

⁸ Сайфиева С.Н. Инвестиционная политика Российской Федерации в 2000–2011 гг. // Проблемы экономики, № 5, 2012. С. 79

Таблица 3

Структура финансовых вложений по отраслям промышленности, %

	2000*	2003*	2005	2007	2010	2011
Промышленность, в т.ч.	100	100	100	100	100	100
Электроэнергетика, Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	6,7	15,2	4,4	3,6	12,5	16,6
Топливная, Добыча полезных ископаемых	26,9	20,8	7,2	18,5	34,1	29,0
Обрабатывающие производства, в т.ч.	66,4	64,0	88,4	77,9	53,4	54,4
Производство пищевых продуктов, включая напитки и табак			1,4	2,9	5,2	2,5
Текстильное и швейное производство			0,0	0,01	0,02	0,05
Обработка древесины и производство изделий из дерева			0,1	0,1	0,1	0,1
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность			0,7	0,4	0,7	0,2
Производство кокса и нефтепродуктов			30,2	10,5	6,6	12,9
Химическое производство			0,9	3,3	4,1	3,8
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий			38,2	45,8	4,0	4,0
Производство машин и оборудования			0,7	2,3	1,6	1,1
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования			0,3	1,2	0,5	0,9
Производство транспортных средств и оборудования			4,7	5,0	3,1	2,8
Прочие производства**			11,2	6,4	27,5	26,1

* Вследствие перехода от классификатора ОКОНХ к классификатору ОКВЭД, затруднительно произвести расчеты в отраслевом разрезе по промышленности в 2000 и 2003 гг.

** Прочие производства – разница между долей финансовых вложений в обрабатывающие производства и суммой долей указанных в таблице отраслей

Источник: 2000–2003 гг. Российский статистический ежегодник. 2004: Стат. сб./ Госкомстат России. – М. 2004. С. 619; 2005–2007 гг. Российский статистический ежегодник. 2008: Стат. сб./ Госкомстат России. – М. 2008. С. 732; 2010 гг. Российский статистический ежегодник. 2011: Стат. сб./ Госкомстат России. – М. 2011. С. 676; 2011 г. Россия в цифрах 2012: Крат. стат. сб./ Росстат – М. 2012. С. 485–489

ры капитальных вложений. Если капитальные вложения в 2000 г. в обрабатывающий и добывающий сектора в структуре промышленности составляли соответственно 40,4 и 44,8 %, то финансовые вложения – 66,4 и 26,9%. В 2011 г. капиталовложения в обрабатывающий и добывающий сектора в структуре промышленности составили соответственно 35,7 и 39,8 %, то финансовые вложения – 54,4 и 29,0%. За двенадцатилетний период рост финансовых вложений в «Электроэнергетику, производство и распределение электроэнергии, газа и воды» составил 2,5 раза, в добывающем секторе – 2,1 п.п., в обрабатывающем произошло сокращение на 12,0 п.п. При сопоставимом уровне инвестиций в основной капитал добывающего и обрабатывающего секторов экономики, лидером по финансовым вложениям выступает последний. Как видно из расчетов, представленных в табл. 3,

в 2005 г. основными отраслями, осуществляющими вложения в ценные бумаги, в том числе долговые (облигации, векселя), вклады в уставные капиталы других организаций, представленные другим организациям займы и пр. являются: «Производство кокса и нефтепродуктов», «Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий» и прочие производства. В 2011 г. финансовые вложения указанных отраслей сократились в пользу прочих отраслей промышленного производства. «Сокращение финансовых вложений в обрабатывающие виды деятельности, кроме внутренних причин, объясняется выводом капитала иностранными инвесторами, которые продали приобретенные ими ранее пакеты акций российских предприятий. В августе 2011 г. немецкий концерн Siemens, в течение 7 лет претендовавший на контроль над ОАО «Силловые

машины», полностью вышел из капитала компании, продав свой пакет акций (25%) компании Highstat Ltd А. Мордашова, которая уже владеет 70,3% акций компании»⁹.

Основные причины такого структурного сдвига финансовых инвестиций объясняются их спецификой: коротким сроком окупаемости и высокой ликвидностью. Существенные финансовые вложения осуществляют высокорентабельные отрасли промышленности, интерес к которым проявляет иностранный капитал. Резкие колебания структуры финансовых вложений, как по видам экономической деятельности, так и по отраслям промышленности в полной мере отражают специфику неразвитого российского финансового рынка.

Российский фондовый рынок

Российский фондовый рынок был создан в 1990 г. на основе постановления Правительства СССР №590 «Об утверждении Положения об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью» и «Положения о ценных бумагах», его развитие происходило в несколько этапов. На первом этапе (1990-1992 гг.) появился рынок акций коммерческих учреждений, образовались фондовые биржи. На втором (с 1993 — первая половина 1994 гг.) — рынок ваучеров. На третьем этапе, в 1994 году, сформировался новый фондовый рынок, на котором торговля осуществлялась с использованием ценных бумаг уже ведущих акционерных обществ России. А в июле 1995 года появился рынок РТС, динамика, и тенденция изменений курсов валют на котором понималась многими трейдерами, как звонок к действию¹⁰. Сейчас на современном фондовом рынке торгуются ценные бумаги многих российских компаний — представителей различных видов экономической деятельности и отраслей промышленности, банков. Например, в 2003 г. причиной повышения стоимости российских акций являлось очередное перераспределение активов в промышленности. «Отраслевая диверсификация списка [200 крупнейших компаний России по рыночной стоимости (капитализации)] по сравнению с предыдущими годами свидетельствует, что инвесторы постепенно начинают отдавать предпочтение акциям компаний с понятной и прозрачной структурой бизнеса. И вовсе не обязательно, чтобы компания относилась к реальному сектору экономики. Важно, чтобы бумаги ее

торговались»¹¹. В 2005 г. ситуация изменилась: впервые за пятнадцать лет на российском рынке капитала, выполнявшем только две функции: спекулятивную и функцию перераспределения собственности, проявилась основная — привлечение инвестиций. Этому способствовала благоприятная экономическая ситуация и дефицит ценных бумаг. Первичное публичное размещение акций российских компаний (IPO, от англ. Initial Public Offering), прошедшие в 2004-2005 гг., «четко показали: западные инвесторы готовы покупать практически любые российские активы и торговать их на рынке»¹². Существенный рост суммарной рыночной стоимости наблюдается на предприятиях черной металлургии: наибольшим спросом пользовались ценные бумаги «Мечела» и Новолипецкого металлургического комбината, капитализация первой компании увеличилась в 5,6 раза благодаря спешному размещению американских депозитарных расписок (ADR) на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE), второго предприятия — на 73,4%. Замедление темпов роста курсовой стоимости акций предприятий электроэнергетики, главным образом, объясняется неясностью перспектив на фондовом рынке после завершения процесса реформирования отрасли. Впервые зафиксирован рост доли финансового сектора и прочих видов деятельности. В 2007 г. даже «чрезвычайно благоприятная конъюнктура цен на энергоносители не убергла нефтегазовый сектор от глубокого падения. ... Нефтегазовая отрасль перестала быть локомотивом роста на российском фондовом рынке»¹³. Наряду с падением стоимости нефтедобывающих компаний, произошел стремительный рост финансового сектора. Вместе с тем проблема недокапитализированности оставалась особенно актуальной. По оценкам аналитиков журнала Эксперт, некоторые крупные банки, испытывающие недостаток капитала, увеличивали его не за счет IPO или стратегических инвесторов, а за счет капитализации прибыли и продажи миноритарных проектов. Менее крупные банки стали объектом поглощения или слияния со стороны крупных российских банков, либо иностранных инвесторов. В 2007 г. наблюдалось усиление концентрации ликвидности. «Если в первой половине 2011 года параметры движения финансовых потоков формировала конъюнктура рынков сырья, то во второй половине их определил перенос в российскую экономику растущей напряженности с внешних финансовых рынков»¹⁴.

⁹ Борисова И., Замараев Б., Киюцевская А., Назарова А., Суханов Е. Растущая российская экономика на фоне растущей внешней напряженности//Вопросы экономики, № 6, 2012. С. 23–24

¹⁰ По материалам сайта Фондовый рынок России// <http://russfond.ru/fondovye-rynki/istoriya-fondovogo-rynka-rossii.html>

¹¹ Эксперт, №36 (389), 2003. С. 128.

¹² Башун В., Горбовцов С. В ожидании IPO/Эксперт, №38 (484), 2005. С. 193–194.

¹³ Жулин С. Отрицание нефти/Эксперт, №36 (577), 2007. С. 67

¹⁴ Борисова И., Замараев Б., Киюцевская А., Назарова А., Суханов Е. Растущая российская экономика на фоне растущей внешней напряженности//Вопросы экономики, № 6, 2012. С. 19

Аналитики отмечают синхронный рост индексов волатильности (характеризует изменчивость цены финансового инструмента и меру риска его использования) на рынках США – VIX (Volatility Index S&P 500), Европы – VDAX (Volatility Deutscher Aktien Index) и России – RTSVX (Volatility Index RTS). Рост напряженности на фондовых рынках был вызван, с одной стороны, неоднократным понижением прогнозных оценок развития мировой экономики, с другой, низким темпом роста развитых экономик, который затрудняет решение их долговых проблем и усиливает обеспокоенность инвесторов относительно сохранения макроэкономической стабильности¹⁵.

По мнению аналитиков журнала Эксперт, «недостаток внутренних IPO может быть восполнен выпуском расписок на акции высокотехнологических и популярных иностранных эмитентов, ... защитив инвесторов от рисков и неопределенности, связанными с новыми IPO. Однако в качестве фундамента для расширения российского фондового рынка РДР не годятся, эту задачу можно решить новыми внутренними размещениями»¹⁶. Хотя в настоящее время российский рынок акций остается внушительным¹⁷, ему по-прежнему не хватает надежных и интересных инвесторам инструментов, что ведет к сокращению ликвидности.

В России рынок производных инструментов носит ярко выраженный спекулятивный характер. На практике он предоставляет частным инвесторам очень хорошие спекулятивные возможности при биржевой краткосрочной торговле фьючерсами и опционами на фондовые индексы, некоторые выпуски акций и валютные пары в рамках стратегий, «эксплуатирующих» резкие рыночные колебания. К сожалению, при этом российский рынок деривативов остается достаточно «узким» с точки зрения видов и количества представленных на нем инструментов, уровня их ликвидности и возможности реализации долгосрочных фьючерсных и опционных стратегий¹⁸. В работе¹⁹ указано, что деривативы являются «бомбой замедленного действия» и представляют опасность для финансовой системы. Именно огромные риски производных инструментов за рубежом и в 1998 году, и в 2008 году привели к реальным потерям в бизнесе многих финансовых игроков рынка. Когда рынок растет или его волатильность незначитель-

на, в пределах 0,5-1,5% производные инструменты хорошо себя оправдывают, и стратегии, которые на них основываются, приносят неплохую доходность участникам рынка, как произошло в России в начале кризиса 2008-2009 годов. Проблемы случаются, когда рынок подвержен существенным колебаниям или затяжному периоду падения котировок. Отсутствие стабильных элементов хеджирования и полноценной оценки риска на всех этапах сделок могут привести и приводили к тяжелым последствиям для рынка в целом²⁰.

Дефицит длинных денег в России вызван отсутствием активов, под которые они могут быть выпущены, прежде всего, муниципальных и ипотечных облигаций. По данным ЦЭА Интерфакс и rusbonds.ru, US Fed, в России имеют место федеральные ценные бумаги и корпоративные ценные бумаги (кроме акций), стоимость которых не превышает 25% ВВП. Для сравнения, в США, помимо указанных, активно применяются ипотечные и субфедеральные ценные бумаги, бумаги федеральных агентств, суммарная стоимость которых превышает 200% ВВП²¹. Выпуск облигаций активно используется за рубежом для финансирования экономики. «Размещение долговых бумаг имеет ряд несомненных преимуществ по сравнению с банковским кредитованием, в частности, позволяя привлечь ... значительные ресурсы институциональных инвесторов, включая инвестиционные и пенсионные фонды»²². По мнению аналитиков журнала Эксперт, «поддержка государством пенсионных фондов и страховщиков жизни может дать рынку дефицитные длинные деньги»²³. По данным Towers Watson, активы крупнейших пенсионных систем США и Японии на конец 2011 г. составляли соответственно 107, 55 и 101% ВВП, России – 3% ВВП.

Обязательность роста накоплений – основное условие существования негосударственных пенсионных фондов (НПФ), но возможности их инвестирования ограничены: по данным Эксперт РА, НПФ не имеют права вкладываться в акции 6 из 10 крупнейших российских эмитентов: «Газпром», «Роснефть», ТНК-ВР, «Сургутнефтегаз», «Норильский никель», «Газпром нефть». Рост резервов незначителен, поскольку носит добровольный характер, причем последние чаще всего размещаются не на рынке, а в строгом соответствии с корпоративными интересами. НПФ ежегодно

¹⁵ Там же. С. 20.

¹⁶ Курятникова О., Митрофанов П. Расписки для ликвидности/Эксперт, №39 (772), 2011. С. 168.

¹⁷ В 2012 г. Московская биржа входила в двадцатку крупнейших/«Эксперт РА» по данным Всемирной федерации бирж

¹⁸ Докучаев А. Производные инструменты: торговать в России или за рубежом?// <http://www.1-du.ru/news/analysis/486498/>

¹⁹ Деривативы на финансовых рынках следует запретить// перевод для mixednews – molten, 16.07.2012 <http://www.warandpeace.ru/ru/commentaries/view/71309/>

²⁰ Бродская Е. Производные кризиса или кризис производных//Национальный банковский журнал, 31.07. 2012.

²¹ Эксперт, № 40 (822), 8 октября, 2012 Источники: центральные банки и статистические ведомства соответствующих стран. Электронный ресурс: <http://expert.ru/expert/2012/40/zamyisel-kapitala/media/163639/>

²² Вектор. Оценки, прогнозы, приоритеты/Экспертно-аналитический журнал, №14, декабрь, 2012. С. 54.

²³ Курятникова О., Митрофанов П. Капитализация: лекарство от спекулянтов/Эксперт, №39 (821), 2012. С. 156.

должны отчитываться о результатах инвестирования. «В итоге фонды становятся спекулянтами по принуждению: из-за необходимости каждый год показывать высокую доходность, им приходится уходить с рынка при малейшей нестабильности»²⁴. Страховые компании поставлены в еще более строгие рамки, поскольку не могут предложить клиентам полноценные продукты с инвестиционной составляющей Unit-Linked — гибрид классического накопительного страхования жизни с инвестиционной составляющей в виде паевых фондов. Российским законодательством не предусмотрена система льгот для застрахованных лиц, более того, этот вид страхования теряет популярность среди населения из-за отсутствия рекламы, рассказывающей об его преимуществах.

Неразвитость финансового рынка, преимущество краткосрочного финансирования во многом обусловлена отсутствием длинных денег. Активами для их выпуска могут стать, в соответствии с международным опытом, средства пенсионных фондов и страховых компаний. Поскольку массовые выплаты пенсий из накопительной части начнутся с 2030 года, активы НПФ выступают серьезным эмитентом долгосрочных вложений. Страховые компаниям, занимающиеся страхованием жизни, также обладают длинными ресурсами инвестирования. Поэтому следует развивать их инвестиционный потенциал. Необходимо активизировать государственную поддержку указанных институтов, которые могут стать финансовой опорой для экономики и населения, посредством отмены жестких регулятивных рамок функционирования на рынке, введение новых технологий в договорах страхования жизни, создания системы льгот для застрахованных.

Небанковская кредитная организация закрытое акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий» (НКО ЗАО НРД) входит в Группу «Московская Биржа». Приказом № 12-2761/ПЗ-И от 06.11.12. ему присвоен статус центрального депозитария России²⁵. По нашему мнению, создание центрального депозитария позволит повысить прозрачность учета прав собственности и эффективность рынка, облегчит доступ зарубежных инвесторов к российским ценным бумагам, приведет к росту ликвидности, снижению затрат на расчетные услуги благодаря проведению операций всеми участниками рынка на единой пост-трейдинговой платформе. Официальная аккредитация в качестве центрального депозитария выступает решающим аргументом для признания НКО ЗАО НРД в качестве

«приемлемого депозитария», согласно правилу 17f-7 US SEC, и даст возможность американским фондам инвестировать напрямую в российские ценные бумаги. Иностранные организации, включенные в перечень иностранных организаций, утвержденный приказом ФСФР России № 12-65/ПЗ-Н от 27.07.2012, получают возможность открыть счета иностранного номинального держателя в НКО ЗАО НРД.

Источники финансирования долгосрочных финансовых вложений могут быть собственными и привлеченными, первыми из названных выступают уставный и добавочный капиталы, прибыль и амортизационные отчисления; вторыми — кредиты банков, займы и целевое финансирование и поступления. Необходимо отметить, что уставный и добавочный капиталы рассматривать в качестве источников для долгосрочных вложений можно только теоретически, так как эти источники уже связаны с активами (имуществом организации), которые были внесены в качестве вкладов учредителей (участников) или получены как прирост при их переоценке. Прибыль и амортизационные отчисления, как основные источники финансирования инвестиций в основной капитал, довольно подробно рассмотрены в работе²⁶. К заемным источникам относят кредиты банков и займы, предоставленные другими юридическими или физическими лицами на условиях возвратности. Другим источником финансирования долгосрочных вложений служат привлеченные средства — целевое финансирование, бюджетные ассигнования, спонсорские поступления и иные средства на безвозвратной основе.

Банковское кредитование как источник инвестирования

Как показывает статистика, число видов экономической деятельности, где рентабельность выше ставки заемных средств, ограничено: «Добыча полезных ископаемых», «Производство кокса и нефтепродуктов», «Химическое производство», «Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий», что и позволяет им не только вкладываться в основной капитал, но и осуществлять финансовые вложения.

Уровень кредитной ставки, хотя и снизился в 2011 г. втрое по сравнению с уровнем 2000 г. до 7% годовых для долгосрочных кредитов, остается очень высоким для подавляющего большинства отраслей российской экономики, уровень рентабельности которых находится либо ниже, либо на уровне ставки, либо незначительно ее превышает (см. табл. 4). Семь процентов — сред-

²⁴ Там же. С. 157.

²⁵ Официальный сайт НРД: <http://www.nsd.ru/ru/press/pressrel/index.php?id22=99067>

²⁶ Ермилина Д.А. Особенности финансирования инвестиций в основной капитал российской экономики // Проблемы экономики, №5, 2012. С.63–70.

Таблица 4

Сопоставление рентабельности проданных товаров, продукции (работ, услуг) по отраслям промышленности* со средневзвешенной величиной процентных ставок, %**

	2000*	2003	2005	2007	2010	2011
Годовая процентная ставка по кредитам	21,7	13,0	6,1	7,5	7,8	7,0
Электроэнергетика, Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	13,5	6,4	5,3	5,2	7,1	6,6
Топливная, Добыча полезных ископаемых	51,1	19,2	35,6	30,5	31,9	35,7
Обрабатывающие производства, в т.ч.		12,4	15,3	18,3	14,8	13,2
Производство пищевых продуктов, включая напитки и табак		8,2	7,9	9,3	10,8	8,1
Текстильное и швейное производство		1,4	2,7	5,2	5,4	7,1
Обработка древесины и производство изделий из дерева		5,6	4,2	9,4	3,0	5,9
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность		10,4	11,2	10,5	11,3	12,2
Производство кокса и нефтепродуктов		15,5	21,4	27,5	25,5	19,3
Химическое производство		10,2	19,3	19,0	19,2	24,8
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий		23,7	26,7	34,2	19,1	15,9
Производство машин и оборудования		5,8	8,2	8,7	6,9	7,0
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования		8,3	8,4	9,9	9,1	10,0
Производство транспортных средств и оборудования		9,8	6,9	6,1	4,8	7,5

* 2000 г. Россия в цифрах 2003: Крат. стат. сб./ Росстат – М. 2003. С. 304; 2003-2010 гг. Российский статистический ежегодник. 2011: Стат. сб./ Госкомстат России.- М. 2011. С. 627; 2011 г. Россия в цифрах 2012: Крат. стат. сб./ Росстат – М. 2012. С. 444–445

** Рассчитана как средневзвешенная величина ежемесячных процентных ставок за указанный период по Бюллетеню банковской статистики: №11, 2001. С. 75; №11, 2004. С. 92; №11, 2006. С. 94; №11, 2008. С. 104; №11, 2011. С. 118; №11, 2012. С. 121. Электронный ресурс: <http://www.cbr.ru/publ/main.asp?Prtd=BBS>

няя величина, а в каждом конкретном случае при предоставлении кредита учитываются срок, финансовая репутация, прозрачность компании, цели кредитования: пополнение оборотных средств, проектное финансирование, бриджевые кредиты, облигации; наконец, уровень мотивированности и компетентности менеджмента. В отличие от Банка России, центральные банки ведущих стран мира придерживаются политики нулевых и невысоких реальных процентных ставок: Япония – 0,1-0,2%, США – 0,2-0,3%, Великобритания – 0,5-0,6%, Еврозона – 0,8%²⁷.

В структуре банковского кредитования бесспорными лидерами среди секторов экономики и отраслей промышленности являются торговля (22,7-23,9%) и прочие виды экономической деятельности (16,0-21,0%). Доля кредитов, предоставляемых обрабатывающим производствам, не превышает 17% и снижается в динамике. Относительно стабильным выглядит кредито-

вание отрасли производства кокса и нефтепродуктов, машин и оборудования, сокращается – в химической отрасли и металлургическом производстве. Несмотря на рост финансирования добывающего сектора, строительства, транспорта и связи, их удельный вес в общем объеме кредитования увеличился незначительно. Уровень кредитования сектора производства и распределения, электроэнергии, газа и воды, наоборот, снижается (см. рис. 1). Как видно из выполненных расчетов, банковское кредитование доступно далеко не всем секторам российской экономики.

В работе²⁸ отмечается, что для накопления капитала и экономического роста российской экономики чрезвычайно важна динамика процентных ставок. Проводимая правительством и Центральным банком кредитно-денежная политика нейтральна к ставке процента, поддерживая их на высоком уровне для привлечения иностранного капитала. «Ежегодный пересмотр та-

²⁷ Эксперт, № 40 (822), 8 октября, 2012 Источники: центральные банки и статистические ведомства соответствующих стран. Электронный ресурс: <http://expert.ru/expert/2012/40/zamyisel-kapitala/media/163636/>

²⁸ Маневич В.Е., Николаев Л.К., Овсиенко В.В., Савельев И.В. Теоретические предпосылки построения монетарной макроэкономической модели российской экономики// Экономика и математические методы, №1, том 48, 2012. С. 29.

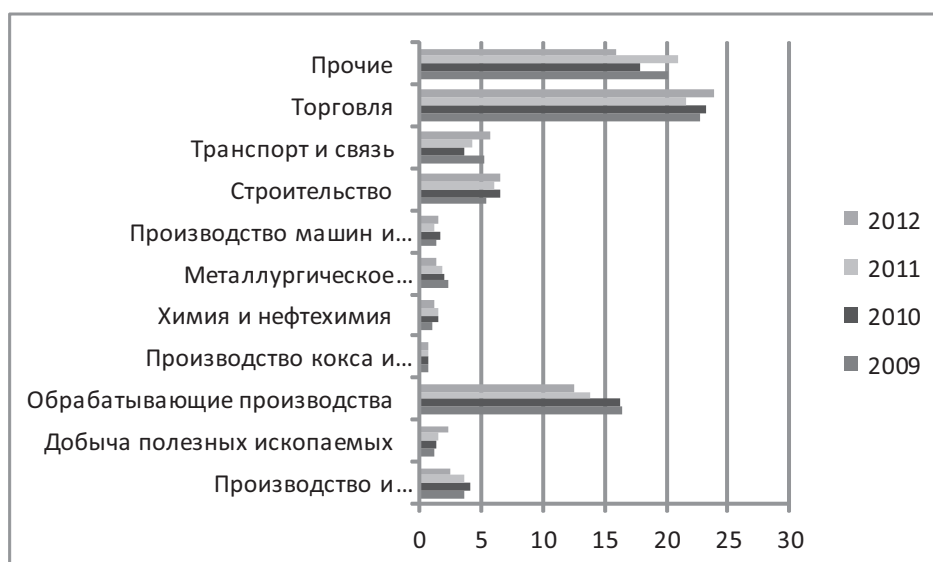


Рис 1. Доля кредитов, представленных юридическим лицам и индивидуальным предпринимателям в рублях по видам экономической деятельности в 2009–2012 гг., %.

Источник: Расчеты автора на основе статистики Банка России Электронный ресурс: http://www.cbr.ru/statistics/UDStat.aspx?tblID=302-01&pid=pr&sid=ITM_27910

рифов естественных монополий, кратно опережающий общий темп инфляции, ведет к снижению рентабельности в обрабатывающих отраслях, к разрыву между ожидаемой отдачей от новых вложений капитала и ставкой процента. В результате сужается область рентабельности инвестиций, слабеет инвестиционная активность в реальном секторе»²⁹.

Именно из-за высокой стоимости долгосрочных кредитов в российской экономике преобладают краткосрочные финансовые вложения. Другой причиной является внешняя неопределенность, когда финансовые инвестиции становятся «значительно более «короткими» и активно перераспределяются в пользу относительно безопасных финансовых инструментов с фиксированным доходом (облигации). Такие приоритеты стали своеобразной формой страхования инвестируемых средств»³⁰. По расчетам автора, удельный вес долгосрочных в общей структуре в 2011 г. по сравнению с уровнем 2000 г. сократился вдвое. Если в промышленности долгосрочные финансовые вложения сократились только на 3,7 п.п., на транспорте — на 5,6 п.п., то в сельском хозяйстве в 2,5 раза, в строительстве — вдвое, в торговле — в 3,2 раза, в ЖКХ — в 3,4 раза.

²⁹ Букина И.С., Маневич В.Е. Финансовая и денежная политика РФ в среднесрочной перспективе // Бизнес и банки, № 45, декабрь 2012. С. 6.

³⁰ Борисова И., Замараев Б., Киюцевская А., Назарова А., Суханов Е. Растущая российская экономика на фоне растущей внешней напряженности // Вопросы экономики, № 6, 2012. С. 22.

Только в «Связи» за анализируемый период долгосрочные финансовые вложения увеличились в 4,4 раза. В промышленности за анализируемый период также преобладают краткосрочные финансовые вложения. В «Электроэнергетике, производстве и распределении электроэнергии, газа и воды» долгосрочные финансовые вложения сократились на 10,5 п.п., в добывающем секторе практически втрое, в обрабатывающем — увеличились на 3,9 п.п. Долгосрочные финансовые вложения в 2005–2011 гг. сократились: в «Текстильном и швейном производстве» — на 6,2 п.п.; «Обработке древесины и производстве изделий из дерева» — на 10,8 п.п.; «Целлюлозно-бумажном производстве; издательской и полиграфической деятельности» — на 1,7 п.п.; «Производстве кокса и нефтепродуктов» — на 7,6 п.п., «Химическом производстве» — вдвое, «Производстве машин и оборудования» — на 5,6 п.п., «Производстве электрооборудования, электронного и оптического оборудования» — в 8,3 раза, «Производстве транспортных средств и оборудования» — вдвое. В «Производстве пищевых продуктов, включая напитки и табак» в 2011 г. долгосрочные инвестиции остались на уровне 2005 г., в «Металлургическом производстве и производстве готовых металлических изделий» доля долгосрочных инвестиций увеличилась в 9,4 раза.

Считаем целесообразным снизить стоимость долгосрочных заимствований до пяти-пяти с по-

ловиной процентов. По нашему мнению, усилению роли банков в отраслевом финансировании должна способствовать модернизация банковского сектора путем укрепления его ресурсной и капитальной базы, ускорения процессов консолидации и концентрации финансово-банковского капитала, улучшения качества корпоративного управления в кредитных организациях, совершенствование банковского регулирования и надзора.

Государственное финансирование как источник инвестиций

По формам собственности различают государственные инвестиции, которые осуществляются за счет бюджетных и других ассигнований и частные – за счет собственных средств предприятия, заемных и привлеченных финансовых ресурсов. Если в 2000 г. доля государственных инвестиций в основной капитал составляла 23,9% к итогу, а частных 29,9%, то в 2011 г., соответственно, 16,0% и 57,0%³¹. К сожалению, аналогичные статистические данные по финансовым вложениям отсутствуют. Как показывает статистика, государство в очередной раз отдало «на откуп» в частные руки стратегические инструменты управления экономикой. Как справедливо отмечали В.Л. Перламутров и Л.Е. Тропаревская, «нельзя полагаться на либерально-рыночный постулат: появится спрос – будет и предложение. Когда возникнет спрос, ресурсы окажутся вложенными в устаревшие технологические проекты или развитие инновационной деятельности придет в противоречие с развитием социальной среды и т.д. Разработка таких прогнозов не под силу самому бизнесу, поскольку они отражают интересы его самого... Это прерогатива национального государства»³². На основе применения монетарной макроэкономической модели Дж. Тобина к российской экономике посредством выполнения эконометрических вычислений с использованием данных национальных счетов и банковской статистики за 2002–2007 гг. убедительно доказано, что «правительство, определяя как предложение ряда активов, так и нормы доходности некоторых активов, может косвенным образом воздействовать на доходность капитала, приемлемую для инвесторов, и тем самым на темп реальных инвестиций»³³.

В настоящее время Министерством экономического развития разработаны прогнозы на среднесрочную перспективу, где указано, что в 2012–2015 годах динамика инвестиций во многом будет характеризоваться опережающим ростом частных инвестиций по отношению к государственным. В целом за период рост инвестиций сырьевого сектора будет отставать от роста прочих частных капитальных вложений. В базовом умеренно-оптимистичном варианте прирост инвестиций в 2012 году оценивается в 5,5%, в 2013 году – 7,2%, в 2014 году – 7,3%, в 2015 году – 7,8 %. В консервативном варианте прогноза предполагается низкий уровень инвестиционной активности, менее благоприятный инвестиционный климат и консервативная бюджетная политика. За 2012–2015 гг. прирост инвестиций окажется ниже на 5,5 п. пункта³⁴.

Количественные параметры прогноза свидетельствуют о наибольших капиталовложениях в предприятия сырьевого комплекса, между тем, инвестиции в обрабатывающий сектор обеспечивают умеренный экономический рост и более чем скромный вклад в решение социальных проблем. «При сохранении курса на поддержание достигнутого уровня добычи нефти, три четверти которой идет на экспорт, даже умеренный рост экономики, обеспечиваемый обрабатывающими отраслями, требует растущих объемов совокупных инвестиций»³⁵. «Поворот государства от инвестирования в валютно-финансовые резервы к вложениям в реальные активы на территории России не только качественно и количественно преобразит основной капитал страны, но и создаст возможности образования эффективных (высокорентабельных) производств, удовлетворяющих инвестиционный спрос, генерируемый государством»³⁶.

Анализ инвестиционной составляющей в современных долгосрочных стратегиях позволяет утверждать, что вопросы инвестиционного развития экономики проработаны весьма поверхностно³⁷. Создается впечатление, что Министерство финансов РФ, Министерство экономического развития, а также разработчики «Стратегии – 2020» видят основным инвестором российской экономики иностранный капитал и

³¹ Россия в цифрах 2012: Крат. стат. сб./ Росстат – М. 2012. С. 478.

³² Перламутров В.Л., Тропаревская Л.Е. Предприятие и финансово-денежная политика на современном этапе развития экономики, 2004 г.// Финансово-денежная политика и рыночные реформы в России/ – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2007. С. 205.

³³ Маневич В.Е., Николаев Л.К., Овсиенко В.В., Савельев И.В. Теоретические предпосылки построения монетарной макроэкономической модели российской экономики// Экономика и математические методы, №1, том 48, 2012. С. 20.

³⁴ Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2013 год и Плановый период 2014–2015 годов, Электронный ресурс: http://www.economy.gov.ru/mines/activity/sections/macro/prognoz/doc20120912_000004. С. 98

³⁵ Маневич В.Е. О прогнозе Минэкономразвития на 2013–2014 гг.//Бизнес и банки, № 41 (1118), 2012. С. 2.

³⁶ Панфилов В.С., Говтвань О.Дж. Финансовая политика России в перспективном периоде//Проблемы прогнозирования, №6, 2012. С. 47.

³⁷ Сайфиева С.Н. Инвестиционная политика Российской Федерации в 2000–2011 гг.//Проблемы экономики, №5, 2012. С. 71–73.

частные российские компании при минимальном государственном вмешательстве. Для побуждения к инвестициям в реальный капитал и альтернативные активы следует усилить государственное вмешательство в экономику; изменить направления денежной и финансовой политики, которые в настоящее время нацелены на сокращение бюджетных расходов, снижение дефицита бюджета, поддержку высоких процентных ставок для привлечения иностранного капитала. По нашему мнению, инвестиционная программа развития экономики должна разрабатываться на основе долгосрочного планирования в отраслевом разрезе.

Вместо послесловия

В проведенном исследовании выявлен существенный дисбаланс соотношения реальных и финансовых инвестиций в российскую экономику, определены его некоторые причины. Рассчитаем цепной индекс физического объема выпуска по некоторым видам экономической деятельности и отраслям промышленности по данным статистического сборника «Национальные счета России» за соответствующий период времени, который показывает, во сколько раз увеличилась физическая масса произведенной продукции без учета влияния динамики цен (см. табл. 5).

Таблица 5

Расчет цепного индекса физического объема выпуска по некоторым видам деятельности в разрезе 79 группировок ОКВЭД, в процентах к предыдущему году

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Цепной индекс
Сельское хозяйство	101,4	102,6	100,6	104,1	102,3	108,8	100,9	90,9	119,1	130,6
Добыча полезных ископаемых	109,2	108,0	101,7	96,4	97,3	101,2	98,2	106,6	102,0	111,3
Обрабатывающие производства, в т.ч.:	108,1	109,7	104,6	107,8	109,0	99,7	86,1	109,1	106,8	134,9
Производство пищевых продуктов, включая напитки		107,0	103,9	108,2	108,3	101,5	98,7	103,2	101,1	127,3
Текстильное производство		86,4	81,0	113,1	99,2	93,4	83,8	113,3	91,1	73,4
Обработка древесины и производство изделий из дерева		112,7	113,0	102,4	109,8	100,8	78,3	108,4	106,6	115,9
Целлюлозно-бумажное производство		109,0	104,6	105,8	123,1	96,3	98,7	105,9	104,9	143,8
Производство кокса и нефтепродуктов		107,7	108,9	104,5	105,2	103,5	101,0	101,3	105,3	133,5
Химическое производство		109,9	103,9	98,1	103,0	101,7	100,6	110,4	105,9	125,6
Металлургическое производство		107,8	102,6	108,2	101,8	93,2	85,1	111,3	104,5	104,3
Производство машин и оборудования		114,5	104,4	110,6	123,4	97,1	59,7	109,3	110,2	99,5
Производство эл. машин и электрооборудования,		121,1	106,1	110,3	100,6	93,2	72,6	126,0	109,9	110,3
Производство автомобилей, прицепов и полуприцепов		113,4	102,5	117,6	119,2	98,5	49,2	166,0	138,2	159,7
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	103,5	102,0	101,2	106,0	98,0	100,1	98,3	103,9	100,1	109,7
Строительство	113,9	109,9	110,4	118,2	116,0	113,6	87,7	103,4	104,7	179,4
Оптовая и розничная торговля	111,3	112,7	109,7	115,7	112,7	110,1	95,4	106,3	106,2	191,2
Транспорт и связь	107,9	110,7	107,0	113,3	106,2	106,6	91,7	104,2	103,3	150,0
Финансовая деятельность	123,3	115,7	120,5	125,0	124,8	113,7	98,4	100,8	106,2	260,5
Операции с недвижимым имуществом	104,5	101,7	111,5	109,1	121,0	110,2	95,2	104,5	102,9	168,9

Как видно из расчетов, если за базу по основным видам экономической деятельности принять 2003 г., наименьшее значение имеет прирост выпуска в секторе производства и распределения электроэнергии, газа и воды (109,7%), в добывающем секторе (111,3%) и обрабатывающих производствах (134,9%), т.е. в реальном секторе экономики. Аналогичная картина наблюдается в отраслях промышленности, только за базу взят 2004 г., ввиду отсутствия информации по 2003 г. Еще В.В. Новожилов отмечал, что «проблема правильного «создания денег», такого, при котором «мир денежных отношений» был бы точным отражением «мира товаров», является труднейшей экономической задачей»³⁸. Иными словами, финансовый рынок является отражением реальной экономики, поэтому развиваться он будет тогда и только тогда, когда будет расти реальное производство.

Литература:

1. Башун В., Горбовцов С. // Эксперт // 2005, №38 (484) «В ожидании IPO».
2. Борисова И., Замараев Б., Киюцевская А., Назарова А., Суханов Е. // Вопросы экономики // 2012, № 6 «Растущая российская экономика на фоне растущей внешней напряженности».
3. Бродская Е. // Национальный банковский журнал // 2012 «Производные кризиса или кризис производных».
4. Букина И.С., Маневич В.Е. // Бизнес и банки // 2012, № 45 «Финансовая и денежная политика РФ в среднесрочной перспективе».
5. Бюллетень банковской статистики:// Электронный ресурс: <http://www.cbr.ru/publ/main.asp?Prtid=BBS>.
6. Вектор. Оценки, прогнозы, приоритеты // Экспертно-аналитический журнал // 2012, №14.
7. Деривативы на финансовых рынках следует запретить // 2012, перевод для mixednews – molten <http://www.warandpeace.ru/ru/commentaries/view/71309/>
8. Докучаев А. // <http://www.1-du.ru/news/analysis/486498/> «Производные инструменты: торговать в России или за рубежом?».
9. Ермилина Д.А. // Проблемы экономики // 2012, №5 «Особенности финансирования инвестиций в основной капитал российской экономики».
10. Жулин С. // Эксперт // 2007, №36 (577) «Отрицание нефти».
11. Инвестиции в России. 2004, 2007,,: Стат. сб. // Росстат. – М., 2004, 2007.
12. Курятникова О., Митрофанов П. Расписки для ликвидности, №39 (772), 2011. С. 168.
13. Курятникова О., Митрофанов П. // Эксперт // 2012, № 39 (821) «Капитализация: лекарство от спекулянтов».
14. Маневич В.Е., Николаев Л.К., Овсиенко В.В., Савельев И.В. // Экономика и математические методы // 2012, №1, том 48 «Теоретические предпосылки построения монетарной макроэкономической модели российской экономики».
15. Маневич В.Е. // Бизнес и банки // 2012, № 41 (1118) «О прогнозе Минэкономразвития на 2013-2014 гг.».
16. Новожилов В.В. Пределы инфляции // Вопросы развития социалистической экономики / «Наука», М.: 1972. Печатается по «Финансы и денежное обращение в современной России». Л.-М., изд-во Петроград, 1924.
17. Панфилов В.С., Говтвань О.Дж. // Проблемы прогнозирования // 2012, № 6 «Финансовая политика России в перспективном периоде».
18. Перламутров В.Л., Тропаревская Л.Е. Предприятие и финансово-денежная политика на современном этапе развития экономики, 2004 г. // Финансово-денежная политика и рыночные реформы в России // – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2007.
19. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2013 год и Плановый период 2014-2015 годов // Электронный ресурс: http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc20120912_000004.
20. Российский статистический ежегодник. 2008, 2011: Стат. сб. // Госкомстат России.- М. 2008, 2011.
21. Россия в цифрах 2003, 2012: Крат. стат. сб. // Росстат – М. 2003, 2012.
22. Сайфиева С.Н. // Проблемы экономики // 2012, № 5 «Инвестиционная политика Российской Федерации в 2000–2011 гг.».
23. Официальный сайт Росстата. ЦБСД, Электронный ресурс: <http://www.gks.ru/>
24. Официальный сайт НРД: <http://www.nsd.ru/ru/press/pressrel/index.php?id22=99067>
25. Сайт Фондовый рынок России // <http://russfond.ru/fondovye-rynki/istoriya-fondovogo-rynka-rossii.html>

³⁸ Новожилов В.В. Пределы инфляции // Вопросы развития социалистической экономики / «Наука», М.: 1972. С. 23 Печатается по «Финансы и денежное обращение в современной России». Л.-М., изд-во Петроград, 1924.