

DOI: 10.26794/1999-849X-2020-13-3-6-16
УДК 336.7.336.1(045)
JEL E44, E52, E61

Финансовые и денежно-кредитные инструменты реализации национальных проектов

М.А. Абрамова^а, С.Е. Дубова^б, Б.Б. Рубцов^с

Финансовый университет, Москва, Россия

^а <https://orcid.org/0000-0001-9338-8478>; ^б <https://orcid.org/0000-0002-7033-1206>;

^с <https://orcid.org/0000-0002-8945-605X>

АННОТАЦИЯ

Предметы исследования – макроэкономические условия и проблемы эффективной реализации национальных проектов. *Актуальность исследования* обусловлена тем, что именно национальные проекты, перечень которых содержится в Указе Президента РФ «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года», определяют во временном диапазоне до 2024 г. развитие важнейших сфер общественной жизни, затрагивающих демографию, здравоохранение, образование, жилье, экологию, создание безопасных и качественных автомобильных дорог, модернизацию и расширение магистральной инфраструктуры, производительность труда и поддержку занятости, развитие науки, цифровой экономики, культуры, стимулирование малого и среднего предпринимательства, поддержку индивидуальной предпринимательской инициативы, порядок международной кооперации и экспорта. Возможность реализации данных проектов зависит от решения проблем финансирования, в том числе частично посредством внебюджетных источников и возможного привлечения частных инвесторов по двум национальным проектам – «Экология» и «Комплексный план модернизации и расширения магистральной инфраструктуры». В настоящей статье делается попытка показать, благодаря чему можно было бы обеспечить эффективную реализацию этих проектов. Утверждается, что для успеха задуманного необходимо обеспечить благоприятную макроэкономическую обстановку, разработать институциональные механизмы, эффективные финансовые инструменты, которые позволят направлять деньги частных инвесторов на реализацию национальных проектов. В качестве примера институционального механизма рассмотрен выпуск «зеленых» облигаций.

Ключевые слова: национальные проекты; финансовый рынок; финансовые инструменты; облигации; «зеленые» облигации; денежно-кредитные методы регулирования; макропруденциальное регулирование; банки

Для цитирования: Абрамова М.А., Дубова С.Е., Рубцов Б.Б. Финансовые и денежно-кредитные инструменты реализации национальных проектов. *Экономика. Налоги. Право.* 2020;13(3):6-16. DOI: 10.26794/1999-849X-2020-13-3-6-16

Financial and Monetary Instruments for Implementing National Projects

М.А. Abramova^а, S.E. Dubova^б, B.B. Rubtsov^с Financial University, Moscow, Russia

^а <https://orcid.org/0000-0001-9338-8478>; ^б <https://orcid.org/0000-0002-7033-1206>;

^с <https://orcid.org/0000-0002-8945-605X>

ABSTRACT

The subjects of the research are macroeconomic conditions and problems of effective implementation of national projects. *The importance of the research* is determined by the fact that the national projects, the list of which is contained in the presidential decree “On the national goals and strategic objectives development of the Russian Federation for the period up to 2024”, determined in the time range until 2024 the development of the most important spheres of public life, involving demography, health, education, housing, environment, creating safe and quality roads, the modernization and expansion of

© Абрамова М.А., Дубова С.Е., Рубцов Б.Б., 2020

backbone infrastructure, productivity and support employment, the development of science, the digital economy, culture, promotion of small and medium-sized businesses, support for individual business initiatives, international cooperation and export procedures. The possibility of implementing these projects is primarily related to the solution of financing problems, including partially through extra budgetary sources and possible attraction of private investors for two national projects – “Ecology” and “Comprehensive plan for the modernization and expansion of the main infrastructure”. This article attempts to show how these projects could be effectively implemented. It is argued that for the success of this plan, it is necessary to ensure a favorable macroeconomic environment, develop institutional mechanisms, and effective financial instruments that will allow private investors to direct money to implement national projects. As an example of an institutional mechanism, we consider the issue of bonds related to the environment – green bonds.

Keywords: national projects; financial market; financial instruments; bonds; green bonds; monetary methods of regulation; macroprudential regulation, banks

For citation: Abramova M.A., Dubova S.E., Rubtsov B.B. Financial and monetary instruments for implementing national projects. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2020;13(3):6-16. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2020-13-3-6-16

ВВЕДЕНИЕ

Указом Президента РФ от 07.05.2018 № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года» установлена необходимость разработки и осуществления национальных проектов России, направленных на развитие таких сфер общественной жизни, как демография, здравоохранение, образование, жилье и городская среда, экология, безопасные и качественные автомобильные дороги, производительность труда и поддержка занятости, наука, цифровая экономика, культура, малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы, международная кооперация и экспорт. В декабре 2018 г. Правительство РФ добавило в этот список еще один национальный проект под названием «Комплексный план модернизации и расширения магистральной инфраструктуры».

Общий бюджет национальных проектов составляет 25,7 трлн руб. на период 2019–2024 гг. В расчете на год (в среднем расходы на национальные проекты распределены неравномерно) бюджет на них предусмотрен в размере 4,2 трлн руб., представляя весьма существенную сумму для российской экономики – 18% ежегодного объема валовых инвестиций.

Основная часть расходов на национальные проекты приходится на федеральный бюджет (51%), бюджеты субъектов Российской Федерации (19%), внебюджетные источники (29%), государственные внебюджетные фонды (менее 1%)¹.

Таким образом, основную (а по большинству национальных проектов фактически почти полную) нагрузку по реализации этих расходов несет федеральный бюджет. Но имеются два национальных проекта, финансируемые главным образом за счет внебюджетных источников – «Экология» и «Комплексный план модернизации и расширения магистральной инфраструктуры» (далее – «Комплексный план»). Именно на эти два национальных проекта («Экология» – 3,2 трлн руб., «Комплексный план» – 3,26 трлн руб.) приходится 86% всего внебюджетного финансирования (из общей предполагаемой суммы в 7,5 трлн руб.).

В случае с бюджетными источниками ситуация с финансированием понятна: если средства заложены в бюджет, они будут выделены. А вот с внебюджетными источниками сложилась иная ситуация: имеются много факторов, влияющих на возможность реализации национальных проектов.

Предполагалось, что основная часть средств поступит из внебюджетных источников с финансового рынка. Однако по итогам 2019 г. можно сделать вывод, что прогнозы оказались слишком оптимистичными. Государству не удалось привлечь существенные средства частных инвесторов ни в национальный проект «Экология», ни в «Комплексный план»².

В настоящей статье делается попытка показать, за счет чего можно было бы обеспечить эффективную реализацию этих проектов исходя из того, что для успеха задуманного необходимо разработать

¹ Сайт Правительства РФ. URL: <http://static.government.ru/media/files/p7nn2CS0pVhvQ980OwAt2dzCIAietQih.pdf>.

² Сайт газеты «Ведомости». URL: https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2020/03/12/825093-natsproekt-ekologiya?utm_campaign=newspaper_13_3_2020&utm_medium=email&utm_source=vedomosti.

и применять институциональные механизмы, эффективные финансовые инструменты, которые позволят направлять деньги частных инвесторов на реализацию национальных проектов. Примером такого институционального механизма может служить выпуск «зеленых» облигаций.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА РЕАЛИЗАЦИЮ НАЦИОНАЛЬНЫХ ПРОЕКТОВ

Среди факторов, способствующих реализации национальных проектов, не последнее место отводится денежно-кредитной политике, несмотря на ее специфику: Банк России как субъект денежно-кредитной политики и ее разработчик (совместно с Правительством РФ) не работает непосредственно с организациями реального сектора экономики, финансовыми посредниками и потенциальными инвесторами в части перераспределения финансовых ресурсов и их направления на финансирование национальных проектов.

Почему же деятельность Банка России в области регулирования монетарных процессов может быть важной для успеха в реализации национальных проектов? Национальные проекты, определяющие векторы развития важнейших сфер общественной жизни, не существуют в обособленном пространстве, а составляют часть национального социума. Применительно к национальной экономике как системе можно констатировать, что финансирование и реализация национальных проектов, с одной стороны, зависят от макроэкономического уровня развития страны, а с другой стороны, они могут стать триггером роста национальной экономики благодаря мультипликативным эффектам, получаемым от их реализации.

Современная денежно-кредитная политика России не может сама по себе служить основным источником устойчивого повышения экономического потенциала, в том числе в результате реализации национальных проектов, но она способна создавать необходимые условия для развития экономики, выражающиеся в обеспечении низкого уровня инфляции, достижении «заякоренности» населения и бизнеса на долгосрочный прогноз по инфляции, смягчении денежно-кредитной политики, увеличении внутреннего спроса (как потребления, так и инвестиций), курсовой политике, ориентированной на обеспечение стабильности курса рубля.

Вместе с тем можно констатировать, что по всему перечню указанных выше благоприятных условий успешной реализации национальных проектов в настоящее время ситуация ухудшается. По итогам 2019 г. годовая инфляция составила 3%, в январе она снизилась до 2,4%, а в I квартале 2020 г. ожидается на уровне 2%³. При этом замедление инфляции происходит быстрее изначального прогноза регулятора. Более того, согласно заявлению Банка России дезинфляционные риски заметно преобладают на краткосрочном горизонте. К таким рискам относится падение внутреннего инвестиционного и потребительского спроса, в том числе как следствие уменьшения реальных доходов населения при снижающейся инфляции. При этом в экономике присутствует ряд факторов, влияющих на проинфляционные риски. Это — ситуация на рынках продовольствия, которая очень изменчива, особенно в условиях современной пандемии коронавируса 2020 и ажиотажного спроса на товары первой необходимости, а также внешние условия, практически устранившие эффект прошлогодней стабилизации валютного курса и его дезинфляционного влияния на экономику. К благоприятным проинфляционным факторам конца 2019 г. можно отнести более активное освоение государственных расходов, ускорение направления бюджетных средств на реализацию национальных проектов. Эти тренды должны сохраняться даже в условиях современной непростой макроэкономической ситуации и внешних рисков.

«Заякоренность» населения и бизнеса на долгосрочный прогноз по инфляции во многом определяет горизонт их инвестиционных проектов и личных планов. Как справедливо отмечает председатель Банка России Э. С. Набиуллина, «если эти настроения останутся осторожными, сдержанными, то меры как бюджетной, так и денежно-кредитной политики будут иметь лишь ограниченный эффект для расширения совокупного спроса и устойчивого экономического роста»⁴. Применительно к ситуации в экономике и поведению населения и бизнеса в марте 2020 г. можно заметить, что к таким же отрицательным эффектам приведет ажиотажное поведение экономических субъектов.

Успех реализации национальных проектов даже при условии стабилизации макроэкономической

³ Сайт Банка России. Доклад о денежно-кредитной политике. Февраль 2020 г. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/27317/2020_01_ddcp.pdf.

⁴ Там же. С. 6.

ситуации во многом зависит от степени доверия экономических субъектов к государственным органам, в том числе Банку России. Доверие — это не просто элемент их «имиджа», но важная составляющая эффектов проводимой экономической политики с точки зрения достижения ее цели. Если население и бизнес доверяют регулятору, то при принятии решений они в меньшей степени реагируют на кратковременные шоки, например на колебания цен, вызванные в том числе немонетарными факторами инфляции [1]. Сегодня пока рано говорить о «высоком уровне доверия». Это подтверждает тот факт, что инфляционные ожидания населения еще «не закорены» и чувствительно реагируют на изменение цен даже под влиянием разовых факторов.

МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА РЕАЛИЗАЦИЮ НАЦИОНАЛЬНЫХ ПРОЕКТОВ

К значимым факторам, влияющим на реализацию национальных проектов, следует отнести макропруденциальную политику, основными целями которой являются поддержание стабильности финансовой системы в целом и минимизация вероятности кризисных явлений и их последствий в частности.

Банк России в своих документах разделяет цели макропруденциальной и денежно-кредитной политики. Наши исследования подтверждают различия влияния ценовой и финансовой стабильности на рост национальной экономики в краткосрочной и долгосрочной перспективах [1, 2]. В долгосрочной перспективе на рост национальной экономики, а значит на реализацию национальных проектов, важным считаем влияние финансовой стабильности, тогда как влияние ценовой стабильности будет нулевым или близким к нулевым значениям. На краткосрочном временном отрезке эффективность реализации национальных проектов будет определяться во многом ценовой стабильностью, в то время как влияние финансовой стабильности будет несущественным.

Вышеприведенная взаимосвязь денежно-кредитной и макропруденциальной политик объективно ставит во главу угла государственного регулирования монетарных процессов в краткосрочной и среднесрочной перспективах целевую установку на ценовую стабильность при условии обеспечения финансовой стабильности. В долгосрочной

перспективе условием обеспечения финансовой стабильности становится достижение ценовой стабильности.

Поэтому возникает вопрос о том, насколько усилия Банка России по поддержанию макроэкономической и ценовой стабильности способствуют реализации национальных проектов, насколько объективно необходимо применение мер, сдерживающих образование пузырей на финансовом рынке, и не препятствует ли их использование реализации национальных проектов. Заметим, что на протяжении ряда лет наблюдаются разнонаправленные эффекты влияния на экономику мер регулятора по обеспечению ценовой и финансовой стабильности. В рамках макропруденциального регулирования ужесточаются требования к институтам финансового рынка. Их деловая активность ограничивается мерами регуляторного характера, приводя к сужению бизнес-моделей функционирования банков и институтов микрофинансирования. Ориентированные на снижение системного риска инструменты макропруденциальной политики направлены на обеспечение надежного размещения банками резервов достаточной степени ликвидности. Сформированный таким образом запас финансовой прочности формирует в итоге материальные предпосылки для укрепления финансовой устойчивости банковского сектора.

Заметим, что создаваемые по требованию регулятора резервы, которые только в случае реализации стрессового сценария обеспечивают способность финансовых институтов кредитовать экономику, в краткосрочной перспективе значительно снижают ликвидность банковского сектора и ограничивают его кредитно-инвестиционный потенциал. В результате сокращается участие банков в поддержке субъектов национальной экономики кредитными ресурсами. Учитывая существенную (29%) долю финансирования национальных проектов за счет внебюджетных источников, следует признать, что эти меры препятствуют реализации потенциала кредитной системы по поддержке национальных проектов кредитными ресурсами. Таким образом, имеет место противоречие между необходимостью достижения целей макропруденциальной политики и целевыми ориентирами экономической политики государства.

В рамках макропруденциальной политики центральные банки применяют агрегированные инструменты, способные оказывать влияние на всю финансовую систему и в то же время осуществлять

секторальные действия, направленные на ограничение рисков, связанных с ростом кредитования лишь в рискованных сегментах. В России к таким рискованным сегментами до недавнего времени относились сегмент валютного кредитования, кредитование M&A (сделки слияний и поглощений), ипотечное и потребительское кредитование. Среди секторальных средств, которые при этом использовались и применяются сейчас, имеются инструменты, базирующиеся на учете требований к капиталу и количественных ограничений по ряду существенных характеристик кредита. Банк России в 2019 г. в качестве ключевых показателей уязвимости банковского сектора выделял рост долговой нагрузки населения, валютизацию банковского сектора, зависимость от внешнего финансирования⁵ и рост доли долгосрочных активов на фоне преимущественно краткосрочного фондирования банков⁶.

Следует заметить, что Банк России в вопросах применения секторальных инструментов макропруденциальной политики действует на опережение, следуя скорее зарубежному опыту, чем в целях противодействия реальным системным рискам, сложившимся в экономике России (например, в части принятия макропруденциальных мер в области потребительского и ипотечного кредитования) [3].

Вместе с тем в 2020 г. число уязвимостей финансового сектора возросло из-за резкого падения цен на нефть и стремительного распространения коронавируса, что потребовало от регулятора не столько ограничительных, сколько защитных, поддерживающих мер в области макропруденциальной политики. Так, в марте 2020 г. Банк России пошел для банков на временные регуляторные послабления, направленные на поддержку организаций, производящих лекарственные средства, материалы и оборудование, применяемые в медицинских целях, которые заключаются во временной отмене с 1 марта по 30 сентября 2020 г. надбавок к коэффициентам риска по предоставляемым в указанный период валютным кредитам. Кроме этого, банкам была предоставлена возможность работать с заемщиками отраслей транспорта и туризма по кредитованию и реструктуризации кредитов

без ухудшения оценок их финансового положения⁷. Правительством РФ были обещаны государственные гарантии по реструктуризации и пролонгации указанных кредитов, чтобы долговая нагрузка не приводила к снижению стабильности компаний. Следует признать смелыми и своевременными указанные шаги регулятора, а также заметить, что аналогичные по системному охвату меры, направленные на поддержку банков и организаций — участников национальных проектов, могли бы стать драйвером реализации национальных проектов, финансируемых из внебюджетных источников.

НОВЫЕ РЫНОЧНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ НАЦИОНАЛЬНЫХ ПРОЕКТОВ

Так же как во всем мире, одной из наиболее острых проблем в России остается неблагоприятное состояние окружающей среды. В рамках национального проекта «Экология» предусмотрена реализация 11 федеральных проектов: «Чистая страна», «Комплексная система обращения с ТКО», «Инфраструктура для обращения с отходами 1–2 класса опасности», «Чистый воздух», «Чистая вода», «Оздоровление Волги», «Сохранение озера Байкал», «Сохранение уникальных водных объектов», «Сохранение биологического разнообразия и развития экологического туризма», «Сохранение лесов», «Внедрение наилучших доступных технологий».

Национальный проект «Экология» реализуется по пяти направлениям: «Отходы», «Вода», «Воздух», «Биоразнообразие», «Технологии»⁸.

Из 4 трлн руб., которые требует реализация данного национального проекта, 3,2 трлн руб. должны быть привлечены за счет внебюджетных средств, преимущественно собственных средств предприятий. В свою очередь из 4 трлн руб. более половины (2,4 трлн руб.) приходится на внедрение «наилучших доступных технологий»⁹. Последние почти полностью предполагается финансировать за счет внебюджетных средств. Помимо собственных средств предприятий,

⁵ В России значимое присутствие иностранных инвесторов на рынке государственных облигаций, с одной стороны, способствует снижению доходности по облигациям, но, с другой стороны, в отдельные периоды может приводить к дисбалансам в соотношении спроса и предложения.

⁶ Сайт Банка России. Обзор финансовой стабильности. II–III кварталы 2019 г. Информационно-аналитический материал. Центральный Банк Российской Федерации. — 2019. — № 2.

⁷ Сайт Банка России. О мерах по обеспечению устойчивости экономического развития. Пресс-релиз Центрального банка Российской Федерации (Банка России). Москва. 17 марта 2020 г. URL: http://www.cbr.ru/press/PR/?file=17032020_090000dkp2020-03-17T08_57_06.htm (дата обращения: 18.03.2020).

⁸ Сайт Правительства РФ. URL: <http://static.government.ru/media/files/pgU5Ccz2iVew3Aoel5vDGSBjbDn4t7FI.pdf>.

⁹ Понятие введено в 2014 г. ст. 28.1 Федерального закона от 10.01.2002 № 7-ФЗ «Об охране окружающей среды».

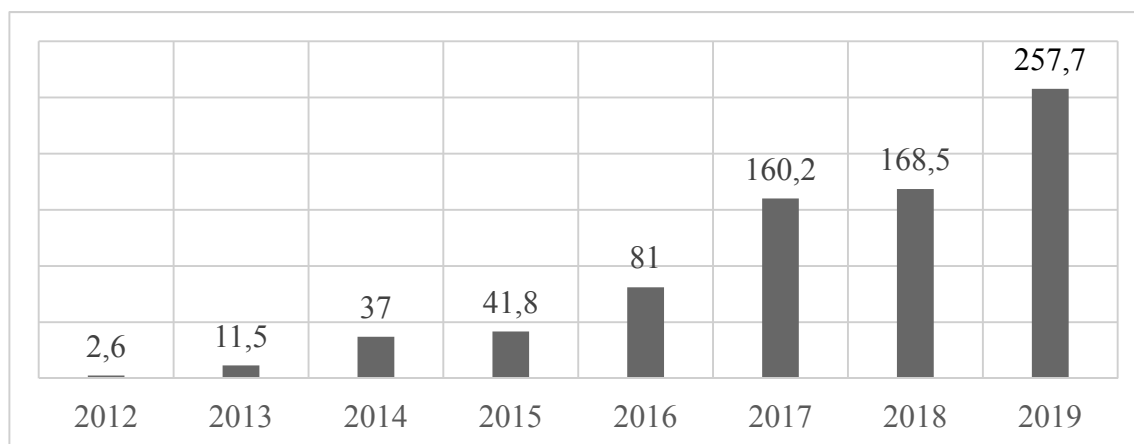


Рис. / Fig. Объем эмиссии «зеленых» облигаций в мире, млрд долл. США /
The volume of green bond issues in the world, billion dollars USA

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors на основе Green Bonds: State of the Market 2018; Green Bonds Market 2019 Climate Bonds Initiative; URL: <https://www.climatebonds.net/> (дата обращения: 10.03.2020).

предполагалось также привлечение финансовых ресурсов за счет внутреннего и международного рынка капиталов в форме долгового финансирования.

Наиболее перспективными источниками долгосрочного долгового финансирования выступают облигационные займы. Особые надежды возлагаются на «зеленые» облигации. Но возникает вопрос: насколько обоснованы эти надежды?

Среди набора способов финансирования технологических процессов, проектов и компаний, связанных с защитой окружающей среды, финансовые продукты/инструменты и услуги (кредиты, облигации, акции, фонды и пр.), получили общее название «зеленые» финансы (называемые также экологическими и климатическими финансами, «зеленым» финансированием, «зеленым» инвестированием, «зеленым» банкингом, «зеленым» страхованием и пр.) [4]. Облигации, средства от эмиссии которых направляются на решение экологических проблем, стали называться «зелеными». Пожалуй, они являются в настоящее время самым важным инструментом в системе «зеленых» финансов с точки зрения объемов финансирования, упоминания в деловой прессе и научных публикациях.

Инициированные в прошлом десятилетии несколькими международными финансовыми организациями (Европейским инвестиционным банком, Мировым банком, Европейским банком реконструкции и развития)¹⁰ эти облигации начали

¹⁰ Впервые облигации, названные «зелеными», выпустил Европейский инвестиционный банк в 2007 г.

выпускаться в текущем десятилетии правительствами и корпорациями, ставшими их основными эмитентами [5, 6].

Масштабы рынка «зеленых» облигаций — 1–2% глобального рынка долговых ценных бумаг (в зависимости от методов подсчета), превышавшего в 2018 г. сумму в 115 трлн долл. США. Но важен общий вектор, а также все большая ориентация крупнейших инвесторов в мире на финансирование проектов, связанных с устойчивым развитием (достижением целей устойчивого развития ООН, среди которых значительная часть связана именно с экологией). Объем эмиссии «зеленых» облигаций по данным организации, занимающей особое место в системе институтов, связанных с «зеленым» финансированием, — НКО *Climate Bonds Initiative (CBI)*, составил около 258 млрд долл. США (см. рисунок).

Рынок «зеленых» облигаций превратился в значимый сегмент мирового рынка капиталов. Наибольшее количество выпусков «зеленых» облигаций осуществляют эмитенты США (лидер — ипотечное агентство *Fannie Mae*), Китая, Франции и Германии. В региональном отношении наиболее крупный сегмент сформировался в рамках ЕС, государства которого проводят наиболее последовательную политику по всем вопросам климатической повестки дня в международных организациях, в частности в отношении ограничения выбросов парниковых газов. В ЕС разработана и наиболее детальная нормативная база, касающаяся «зеленого» финансирования как на уровне отдельных стран, так и всего Евросоюза в целом [7].

Россия пока находится на самой начальной стадии создания рынка «зеленых» облигаций. По состоянию на март 2020 г. их выпуски осуществлялись пятью российскими эмитентами: ООО «Ресурсосбережение ХМАО» (1,1 млрд руб.), ПАО КБ «Центр-Инвест» (0,25 млрд руб.), АО «Коммерческая недвижимость Финансово-промышленной корпорации «Гарант-Инвест» (0,5 млрд руб.), ООО «СФО Русол 1» (5,6 млрд руб.), ОАО «РЖД» (500 млн евро и 250 млн шв. фр.).

Облигации первых четырех компаний из этого перечня были размещены на Московской бирже среди квалифицированных инвесторов (по сути, это закрытое размещение).

ОАО «РЖД» выпустило два выпуска «зеленых» еврооблигаций в евро (на бирже *Euronext Dublin*) и швейцарских франках (на *SIX Swiss Exchange*) с целью развития транспорта на электрической тяге. Эти выпуски соответствуют самым строгим требованиям, предъявляемым к «зеленым» облигациям, а по объему размещения почти на порядок превышают все рублевые размещения вместе взятые. Однако эти ценные бумаги, ориентированные на иностранных инвесторов, на создание российского рынка «зеленых» облигаций непосредственно не влияют. Как и в конце 2019 г., когда ООО «Ресурсосбережение ХМАО» объявило о том, что первым в России выпустило «зеленые» облигации, можно констатировать, что рынок «зеленых» облигаций в России практически отсутствует.

Между тем разработчики национального проекта «Экология», планируя значительные объемы внебюджетного финансирования, исходили как раз из того, что часть средств будет привлечена путем выпуска «зеленых» облигаций. По всей видимости, они рассчитывали на то, что если за рубежом этот инструмент столь востребован, то он будет популярен и в России.

Однако действительность оказалась иной. Возникает естественный вопрос: почему процесс создания рынка «зеленых» облигаций в России отстает от других стран?

Основная причина заключается, с нашей точки зрения, в слабости самого рынка облигаций в России, как и в целом финансового рынка и его институтов. А это в значительной степени обусловлено фундаментальными диспропорциями в российской экономике и ее институциональными особенностями. В России мало инвесторов, которые выступают в других странах основными покупате-

лями облигаций — пенсионных фондов, страховых компаний, а имеющиеся потенциальные инвесторы обладают незначительными ресурсами. Население как основной поставщик накоплений на рынок в развитых странах получает в России низкие доходы (которые к тому же снижаются в последние годы) и соответственно не является сколько-нибудь серьезным покупателем облигаций. Для подавляющего большинства населения единственным финансовым инструментом инвестиций является срочный депозит.

Зачаточное состояние рынка «зеленого» финансирования в России вызвано также в значительной степени низким уровнем экологической грамотности (и ответственности) всех слоев населения, несоблюдением предпринимателями принципов корпоративной социальной ответственности, отсутствием механизмов стимулирования выпуска и приобретения «зеленых» финансовых инструментов, которые в российских реалиях необходимы для запуска рынка (в развитых странах этого не потребовалось, разве что косвенно посредством введения нормативов, связанных с выбросами парниковых газов и штрафов за их нарушение, что способствовало «озеленению» политики всех участников).

За рубежом имеет место все большая ориентация крупнейших инвесторов на финансирование проектов, связанных с устойчивым развитием, т.е. достижением 17 целей устойчивого развития ООН, среди которых семь так или иначе связаны с экологией и природопользованием (чистая вода и санитария, борьба с изменением климата, сохранение морских экосистем, сохранение экосистем суши и др.).

Так, в настоящее время документ под названием «Принципы ответственного инвестирования» *Principles for Responsible Investment (PRI)* подписали примерно 3000 финансовых институтов, под управлением которых находятся более 90 трлн долл. США активов. «Зеленые» облигации представляют для них весьма привлекательный инструмент. Симптоматично, что среди подписантов этого документа присутствуют только две российские компании: *Zilliard Capital* и *UFG Asset Management*.

За рубежом рынок «зеленых» облигаций развивался по инициативе «снизу» (за исключением КНР) благодаря стремлению компаний выглядеть ответственными участниками рынка. В российских условиях рассчитывать на высокую сознательность менеджмента было бы преждевременно. Без мер поддержки и стимулирования не стоит ожидать

сколько-нибудь заметных эмиссий «зеленых» облигаций. Возникает вопрос: что требуется для стимулирования выпуска «зеленых» облигаций? Ответом на него может быть принятие нижеследующих мер.

1. Нормативное закрепление понятий «зеленого» финансирования.

Понятие «зеленые» облигации должно быть установлено с тем, чтобы можно было применять меры государственной поддержки.

Предлагаемое нами определение «зеленой» облигации, которое должно быть закреплено постановлением Правительства РФ, основывается на дефиниции, установленной в основном документе, касающемся «зеленых» облигаций — «Принципах зеленых облигаций» *Green Bonds Principles* (далее — *GBP*) Международной ассоциации рынков капитала (далее — *ICMA*).

«Зеленые» облигации — это облигации, средства от размещения которых направляются исключительно на финансирование, софинансирование или рефинансирование новых и/или существующих проектов (полностью или частично) в области охраны окружающей среды и адаптации к изменениям климата в целях обеспечения устойчивого развития, соответствующих вышеуказанным принципам Международной ассоциации рынков капитала и прошедшие процедуру верификации.

В постановлении Правительства РФ (или в приложении к этому документу) должны быть прописаны меры, соблюдаемые при присвоении облигациям «зеленой» метки, включающие таксономию (перечень надлежащих направлений инвестирования), процесс отбора проекта и его оценки, управление привлеченными средствами, отчетность, внешнюю экспертизу и требования к верификаторам.

Собственно именно критерий, касающийся направления использования средств, выделяет «зеленые» облигации среди «обычных» облигаций. Остальные особенности «зеленых» облигаций относятся к специальным процедурам их выпуска, основанным на принципах «зеленых» облигаций *ICMA*.

Согласно этому критерию требуется направлять все средства *только* на «зеленый» проект, и должны осуществляться следующие процедуры: регулярная отчетность по использованию средств с раскрытием экологического эффекта; независимая экспертиза проекта с точки зрения его соответствия целям устойчивого развития; сегрегация (обособление)

полученных за счет эмиссии «зеленых» облигаций средств на отдельном счете.

Независимая экспертиза (будем далее применять термин «верификация», хотя в *GBP* это только одна из форм независимой оценки) может проводиться организациями, обладающими необходимыми компетенциями и получившими аккредитацию от уполномоченного органа.

Общие требования к верификаторам устанавливаются в постановлении Правительства РФ. В качестве таких верификаторов видятся рейтинговые агентства и аудиторские компании. Кроме них, в этом качестве могут выступать в сфере своих компетенций Минприроды России, Российский экологический оператор, Минпромторг России, Минэнерго России.

2. *Создание методологического центра* для успешного развития рынка «зеленых» облигаций (или шире — устойчивого развития), который выполнял бы те функции, которые на международном уровне возложены на *ICMA* и *CBI*. Видим предпочтительность создания такого центра на базе Минэкономразвития России или «ВЭБ.РФ», хотя необходимо отметить, что подобные функции уже выполняются Экспертным советом по рынку долгосрочных инвестиций при Банке России.

3. *Принятие мер по стимулированию эмитентов и инвесторов.*

Постановлением Правительства РФ от 30.04.2019 № 541 «Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским организациям на возмещение затрат на выплату купонного дохода по облигациям, выпущенным в рамках реализации инвестиционных проектов по внедрению наилучших доступных технологий» предусмотрено предоставление субсидий на выплату купонного дохода по облигациям, выпущенным после 1 января 2019 г. в рамках федерального проекта «Внедрение наилучших доступных технологий». В нормы этого постановления можно включить пункт, касающийся «зеленых» облигаций.

В качестве меры стимулирования возможна компенсация эмитентам «зеленых» облигаций расходов по получению независимого заключения. За рубежом стоимость этого заключения составляет обычно 50–60 тыс. долл. США. На российском рынке можно ожидать, что стоимость будет немного меньше. Исходя из цифры в 3 млн руб. и предположения, что количество эмитентов за год не превысит десяти, расходы для бюджета укладываются в 30 млн руб. в год.

Эффективной мерой стало бы включение «зеленых» облигаций в Ломбардный список Банка России (естественно, при условии, что они получают формальное признание как «зеленые» уполномоченными организациями — верификаторами). Это обусловлено прежде всего распространенной практикой рефинансирования банками и корпорациями собственных портфелей ценных бумаг посредством проведения операций РЕПО с Банком России и центральными контрагентами [8].

К настоящему времени осуществлен ряд мероприятий, которые могут способствовать развитию инструментов «зеленого» финансирования в России.

В частности, летом 2019 г. было подготовлено и в 2020 г. должно быть принято новое Положение Банка России «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», которое конкретизирует определенные положения, связанные с раскрытием информации в случае эмиссии «зеленых» облигаций, упоминание о которых появляется в документе. При их формировании Банк России ориентировался на принципы «зеленых» облигаций (*GBP*) *ICMA*.

Минэкономразвития России разработало и внесло в июле 2019 г. в Правительство РФ законопроект «О публичной нефинансовой отчетности», который имеет непосредственное отношение к вопросам, связанным с раскрытием информации при эмиссии «зеленых» облигаций.

В августе 2019 г. вступила в силу новая редакция Правил листинга Московской биржи и создан сектор устойчивого развития для финансирования проектов в области экологии, защиты окружающей среды и социально значимых инициатив. Для включения в сегмент «зеленых» облигаций сектора устойчивого развития установлены условия, предусматривающие необходимость соответствия выпуска, организации или инвестиционного проекта принципам (стандартам) в области «зеленого» финансирования Международной ассоциации рынков капитала (*ICMA*) либо Международной НКО «Инициатива климатических облигаций» (*СBI*), включая необходимость наличия соответствующей указанным принципам независимой внешней оценки. Отмеченные выше немногочисленные выпуски рублевых «зеленых» облигаций осуществлялись с осени 2019 г. именно на этом сегменте.

Большую работу в данном направлении проводит бизнес-сообщество в форме таких организаций, как Национальная ассоциация концессионеров

и долгосрочных инвесторов в инфраструктуру (далее — *НАКДИ*) и Национальная фондовая ассоциация (далее — *НФА*). При непосредственном участии *НАКДИ* были подготовлены два программных документа под грифом Экспертного совета по рынку долгосрочных инвестиций при Банке России, Рабочей группы по вопросам ответственного финансирования (*ESG-finance*)¹¹.

НФА активно сотрудничает с *ICMA*, организуя специальные семинары, в ходе которых разъясняются основные механизмы функционирования рынка «зеленых» инструментов.

Иными словами, работа по созданию рынка «зеленых» облигаций идет, но для достижения более заметных успехов в мобилизации финансовых ресурсов в целях осуществления национального проекта «Экология» необходима реализация предложенных в статье мер.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Выполнение национальных проектов требует как обеспечения макроэкономической стабильности в стране, так и создания соответствующих институциональных условий, в том числе разработку новых инструментов финансирования. В 2019 г., когда началась реализация национальных проектов даже в достаточно комфортных условиях внешней конъюнктуры на фоне успехов в снижении инфляции и процентных ставок, многое из запланированного не было реализовано. Уже очевидно, что 2020 г. будет очень тяжелым для российской экономики, а выполнение многих проектов в полном объеме еще более проблематично. Это тем не менее не отменяет положения о том, что для реализации национальных проектов необходимо обеспечение макроэкономической стабильности, создание благоприятной институциональной среды и условий, привлекательных для притока частного национального и иностранного капитала.

¹¹ Концепция организации в России методологической системы по развитию зеленых финансовых инструментов и проектов ответственного инвестирования. Экспертный Совет по рынку долгосрочных инвестиций при Банке России. Рабочая группа по вопросам ответственного финансирования (*ESG-finance*). — Москва, 2019. — 87 с.; Зеленые финансы: повестка дня для России. Диагностическая записка. Экспертный совет по рынку долгосрочных инвестиций при Банке России. Рабочая группа по вопросам ответственного финансирования. — Москва, 2018. — 64 с.

БЛАГОДАРНОСТЬ

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета в 2019–2020 гг.

ACKNOWLEDGEMENT

The article is based on the research results carried out at the expense of budget funds within the framework of the government research task for Financial University in 2019–2020.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Абрамова М.А., Дубова С.Е., Звонова Е.А., Лаврушин О.И., Ларионова И.В., Масленников В.В., Пищик В.Я. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов: мнение экспертов Финансового университета // Экономика. Налоги. Право. — 2020. — Т. 13. — № 1. — С. 6–19. ISSN 1999–849X.
2. Абрамова М.А., Дубова С.Е., Захарова О.В., Ершов М.В., Лаврушин О.И. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов: мнение экспертов Финансового университета // Экономика. Налоги. Право. — 2019. — Т. 12. — № 1. — С. 6–19. — ISSN 1999–849X. — DOI: 10.26794/1999–849X–2019–12–1–6–19
3. Дубова С.Е. Секторальные инструменты макроprudенциальной политики и их влияние на экономический рост // Финансовые рынки и банки — 2020. — № 1. — С. 94–100. ISSN 2658–3917.
4. Порфирьев Б.Н. «Зеленые» тенденции в мировой финансовой системе // Мировая экономика и международные отношения — 2016. — Т. 60. — № 9. — С. 5–16. — DOI: 10.20542/0131–2227–2016–60–9–5–16
5. Рубцов Б.Б., Шайдурова А.А. «Зеленые» облигации — новый класс активов мирового рынка капиталов // Финансы, деньги, инвестиции. — 2019. — № 3. — С. 9–15. — ISSN 2222–0917.
6. Безсмертная Е.Р. Выпуск «зеленых» облигаций как элемент системы защиты окружающей среды // Экономика. Налоги. Право. — 2019. — Т. 12. — № 5. — С. 61–69. — ISSN 1999–849X. — DOI: 10.26794/1999–849X–2019–12–5–61–69
7. Рубцов Б.Б. Рынок «зеленых» облигаций: мировой опыт и перспективы для России: монография. — Москва: КНОРУС, 2020. — 224 с. ISBN 978–5–406–03450–7.
8. Рубцов Б.Б., Анненская Н.Е. «Зеленые» облигации — особый инструмент в создании дорожной карты «зеленых» финансов (мнение экспертов Финансового университета) // Банковские услуги. — 2019. — № 11. — С. 2–9. DOI: 10.36992/2075–1915_2019_11_2

REFERENCES

1. Abramova M.A., Dubova S.E., Zvonova E.A., Lavrushin O.I., Larionova I.V., Maslennikov V.V., Pishchik V.J. On the main directions of the unified state monetary policy for 2020 and the period 2021 and 2022: opinion of experts of the Financial University. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2020;13(1):6–19. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999–849X–2019–13–1–6–19
2. Abramova M.A., Dubova S.E., Zakharova O.V., Yershov M.V., Lavrushin O.I. On the guidelines for the single state monetary policy for 2019 and the period of 2020 to 2021: expert opinion of Financial University. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2019;12(1):6–19. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999–849X–2019–12–1–6–19
3. Dubova S.E. Sectoral instruments of macroprudential policy and their impact on economic growth. *Finansovyye rynki i banki = Financial markets and banks*. 2020;(1):94–100. (In Russ.).
4. Porfir'ev B.N. Green trends in the global financial system. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnyye otnosheniya = World Economy and International Relations*. 2016;60(9):5–16. (In Russ.). DOI: 10.20542/0131–2227–2016–60–9–5–16
5. Rubtsov B.B., Shaidurova A.A. The green bond markets in Russia: prospects of development. *Finansy, den'gi, investitsii = Finances, Money, Investment*. 2019;(3):9–15. (In Russ.).
6. Bezsmertnaya E.R. Green bonds emission as a component of environment protection system. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2019;12(5):61–69. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999–849X–2019–12–5–61–69

7. Rubtsov B.B. The green bonds market: the international experience and prospects for russia: collective monograph. Moscow: Knorus; 2020. 224 p. (In Russ.).
8. Rubtsov B.B., Annenskaya N.E. Green bonds as a special instrument in developing a green finance road map (the position of the experts of financial university). *Bankovskiyе uslugi = Banking Services*. 2019;(11):2–9. (In Russ.). DOI: 10.36992/2075–1915_2019_11_2

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

Марина Александровна Абрамова — доктор экономических наук, профессор, профессор Департамента финансовых рынков и банков, главный научный сотрудник Научно-исследовательского центра денежно-кредитных отношений, Финансовый университет, Москва, Россия
MAbramova@fa.ru

Светлана Евгеньевна Дубова — доктор экономических наук, профессор, профессор Департамента финансовых рынков и банков, ведущий научный сотрудник Научно-исследовательского центра денежно-кредитных отношений, Финансовый университет, Москва, Россия
sedubova@fa.ru

Борис Борисович Рубцов — доктор экономических наук, профессор, профессор Департамента финансовых рынков и банков, Финансовый университет, Москва, Россия
brubtsov@fa.ru

ABOUT THE AUTHORS

Marina A. Abramova — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Financial Markets and Banks, Senior Researcher at Scientific Research Center for Money-and-Credit Relations, Financial University, Moscow, Russia
MAbramova@fa.ru

Svetlana E. Dubova — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Financial Markets and Banks, Senior Researcher at Scientific Research Center for Money-and-Credit Relations, Financial University, Moscow, Russia
sedubova@fa.ru

Boris B. Rubtsov — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Financial Markets and Banks, Financial University, Moscow, Russia
brubtsov@fa.ru

Заявленный вклад авторов:

Абрамова М.А. — исследование проблем влияния денежно-кредитной политики на реализацию национальных проектов.

Дубова С.Е. — исследование проблем влияния макропруденциальной политики на реализацию национальных проектов.

Рубцов Б.Б. — исследование проблемы формирования рынка «зеленых» облигаций на российском финансовом рынке.

Authors' contribution statement:

Marina A. Abramova — research of the impact of monetary policy on the implementation of national projects.
Svetlana E. Dubova — research of the impact of macroprudential policy on the implementation of national projects.

Boris B. Rubtsov — research of the problem of the green bond market formation in the Russian financial market.

Статья поступила 25.03.2020; принята к публикации 26.05.2020.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was received 25.03.2020; accepted for publication 26.05.2020.

The authors read and approved the final version of the manuscript.