



Комментарии о Государстве и Бизнесе

179

20 декабря 2018

Все мнения, высказанные в данном обозрении, отражают точку зрения авторов и могут не совпадать с официальной позицией НИУ ВШЭ

Реальный сектор

Инвестиции, январь-сентябрь 2018 г.: неустойчивое ускорение

В третьем квартале рост инвестиций в основной капитал ускорился по сравнению с предшествующими кварталами 2018 г., составив 5,2% год к году и 4,4% за январь-сентябрь в реальном выражении по полному кругу компаний. Поскольку некоторые опережающие индикаторы говорили о возможном замедлении роста инвестиций, такой результат был неожиданным, даже несмотря на значительный рост балансовой прибыли компаний в 2018 г.

При этом наблюдается значительная волатильность роста инвестиций и уменьшение доли доходов компаний реального сектора, направляемой на инвестиционные цели. Кроме того, несмотря на близкие темпы роста инвестиций в добывающей и обрабатывающей промышленности (3,2 и 4% в январе-сентябре соответственно), суммарный объем инвестиций во все сектора обработки – лишь немногим выше, чем в одну только добычу нефти и газа.

При фактических среднегодовых темпах роста валового накопления в 2005–2017 гг. в размере 4,5%, по прогнозу Минэкономразвития, в ближайшие шесть лет темп роста инвестиций должен увеличиться и составить в среднем 5,6%. Хотя у российской экономики в последние годы уже было два ударных инвестиционных периода (в 2005–2008 гг. среднегодовой прирост валового накопления составлял 14,7%, а в 2010–2013 гг. – 5,7%), однако в отличие от тех лет сейчас трудно ожидать роста цен на нефть и притока зарубежных займов, что делает задачу инвестиционного ускорения нелегкой. Кроме того, значительно упали и прямые иностранные инвестиции, которые, как правило, были связаны с бурным ростом инвестиций в целом в последние 14 лет в странах-лидерах по этому показателю (Индия, Индонезия, Турция и Израиль).

1. О статистике инвестиций на уровне экономики в целом

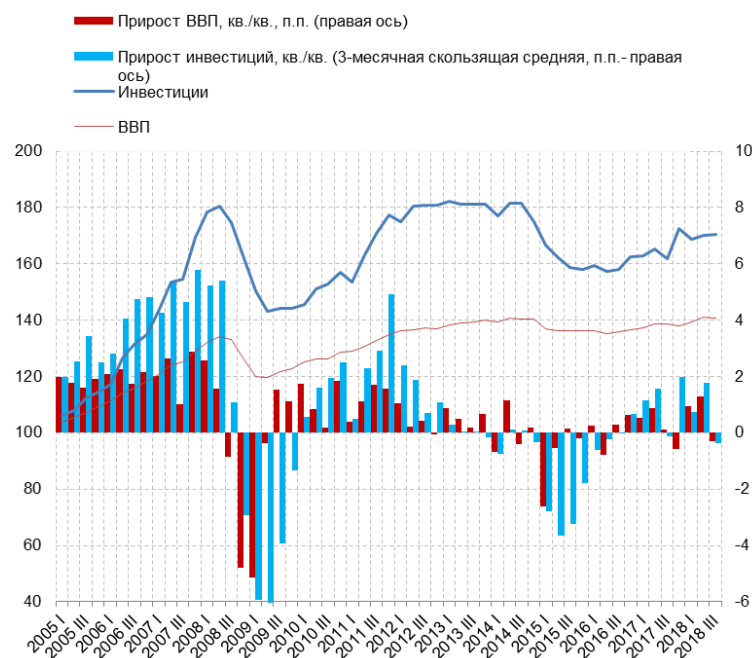
Появление данных Росстата о динамике инвестиций в основной капитал за третий квартал 2018 г. свидетельствует об ускорении их роста до 5,2% год к году (по полному кругу компаний и с учетом дооценки на ненаблюдаемую инвестиционную активность) против 3,6 и 2,8% в предыдущих двух кварталах. Такое ускорение нельзя объяснить лишь статистическим артефактом, то есть фактором дооценки. По данным прямой отчетности

крупных и средних компаний, рост инвестиций в третьем квартале также явно ускорился, поскольку при падении в первом полугодии на 1% год к году прирост инвестиционных вложений за январь-сентябрь составил 1,4%; по нашим оценкам, это означает их прирост в третьем квартале примерно на 4,7% в годовом выражении (сам Росстат в данном случае поквартальных оценок не приводит).

При всем этом, однако, ситуация выглядит противоречивой. Ряд опережающих индикаторов указывал на возможное замедление в третьем квартале инвестиционной активности, в частности: динамика строительства, инвестиционного импорта и ряда секторов, производящих оборудование¹.

В то же время динамика инвестиций со снятой сезонностью вроде бы также позволяет говорить об их росте во втором и третьем кварталах (по нашим оценкам, на 0,8 и 0,2% соответственно). Однако волатильность показателя динамики инвестиций в последние полтора года столь велика, что дополнительное сглаживание на основе показателя скользящей средней позволило бы утверждать, что в третьем квартале 2018 г. из-за провального первого квартала² прирост инвестиций ушел в отрицательную область (минус 0,4% к предыдущему кварталу), вместе, кстати, со снижением ВВП со снятой сезонностью на 0,3% (см. рис. 1).

Рис. 1. Квартальная динамика ВВП и инвестиций в основной капитал в реальном выражении, со снятой сезонностью, 2004=100% (линии) или прирост к предыдущему кварталу, в % (столбцы)



Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

При всей неопределенности перспектив наблюдающегося в российской экономике в третьем квартале инвестиционного оживления ясно, что внутренние **сбережения в экономике есть, однако ликвидность компаний реального сектора с меньшей интенсивностью используется на цели инвестирования и в большей мере накапливается.** В частности, об этом говорит явный понижательный тренд индикатора склонности к инвестированию, показывающего поквартальное соотношение объемов инвестиций и ликвидности у компаний, аппроксимированной суммой балансовой прибыли и прироста кредитов за квартал (рис. 2).

¹ См., в частности: Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования Банка России. 2018. № 8 (28). С. 14–15. https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/14152/bulletin_18-08.pdf

² В первом квартале 2018 г. инвестиции упали на 2,2% к четвертому кварталу 2017 г., в котором они, в свою очередь, выросли на 6,7% к третьему кварталу.

Достаточно отметить, что за январь-сентябрь 2018 г. объем балансовой прибыли в экономике увеличился на 37%, или на 2766 млрд руб., а объем инвестиций по экономике в целом в этот же период вырос только на 870 млрд руб. Ситуация неопределенности, риски и вялый внутренний спрос явно продолжают ограничивать инвестиционный процесс.

2. Отраслевой разрез инвестиционной активности

На фоне наблюдающегося инвестиционного оживления на уровне общеэкономических показателей, в инвестиционном процессе можно отметить сохранение застарелых отраслевых диспропорций, связанных с преобладанием инвестиций в добывающие сектора экономики.

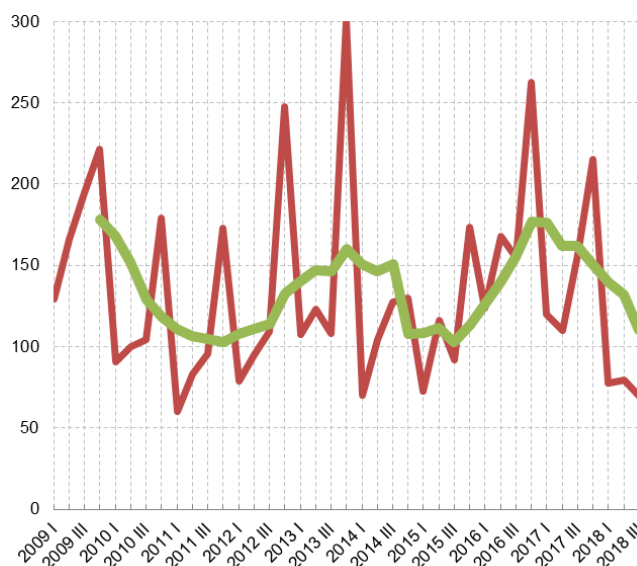
Ускорение прироста инвестиций в третьем квартале (если оно все-таки было и если Росстат не пересмотрит оценки позднее), очевидно, связано с восстановлением роста инвестиций в добывающий сектор. По отчетности крупных и средних компаний (без учета малого бизнеса и неформальной активности), здесь они выросли за три квартала на 3,2% год к году в реальном выражении (табл. 1), однако пока отстает нефтедобыча, где в этом году прогнозируется вложение около 1,3 трлн руб., что все же немного ниже уровня 2017 г. В планы Министерства энергетики входит поддержание высокого уровня инвестиций в этот сектор и далее, однако, что будет на практике, пока говорить сложно. Следует отметить, что сейчас основные вложения направляются в сланцевые проекты с коротким инвестиционным циклом; при этом вложения в разработку шельфовых месторождений, напротив, снижаются³.

Таблица. 1. Вклады различных видов экономической деятельности (без учета неформальной деятельности и малого бизнеса) в прирост инвестиций в основной капитал в реальном выражении в январе-сентябре 2018 г. относительно того же периода 2017 г.

	Инвестиции, млрд руб.	Доля в совокупном объеме, %	Прирост, %	Вклад в прирост, п.п.	Склонность к инвестированию (отношение инвестиций к балансовой прибыли), %
Всего	7954,3	100,0	1,4		78,4
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	293,9	3,7	12,6	0,43	121,3
Добыча полезных ископаемых	2153,2	27,1	3,2	0,90	60,9
Добыча сырой нефти и природного газа	1234,5	15,5	1,1	0,18	45,2
Обрабатывающие производства	1347,7	16,9	4,0	0,66	49,2

³ См.: <https://teknoblog.ru/2018/08/08/91746>

Рис. 2. Склонность к инвестированию поквартально и ее 4-квартальная скользящая средняя



Примечание. Склонность к инвестированию здесь – отношение инвестиций к сумме балансовой прибыли и прироста кредитов реальному сектору.

Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

	Инвестиции, млрд руб.	Доля в совокупном объёме, %	Прирост, %	Вклад в прирост, п.п.	Склонность к инвестированию (отношение инвестиций к балансовой прибыли), %
Производство бумаги, полиграфия	56,8	0,8	39,9	0,20	50,2
Производство автотранспортных средств*	144,9	1,8	36,6	0,51	108,5
Производство прочей неметаллической минеральной продукции	44,0	0,6	23,8	0,12	73,1
Электротехника, электроника	51,6	0,7	20,5	0,12	52,1
Производство резиновых и пластмассовых изделий	28,8	0,4	18,5	0,06	80,7
Производство пищевых продуктов**	153,9	1,9	11,0	0,21	58,9
Производство мебели***	4,8	0,1	8,0	0,00	64,9
Производство металлургическое****	238,9	3,0	4,2	0,13	26,0
Химия, фармацевтика	306,2	3,9	4,2	0,14	128,0
Производство одежды*****	6,2	0,1	0,3	0,00	43,7
Обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели	30,8	0,4	-16,9	-0,10	371,1
Производство кокса и нефтепродуктов	240,7	3,0	-17,0	-0,61	28,1
Производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	29,6	0,4	-21,8	-0,11	-93,1
Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	511,7	6,4	3,7	0,23	117,0
Водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	70,2	0,9	2,3	0,02	320,5
Строительство	195,9	2,5	17,1	0,41	515,5
Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	239,1	3,0	7,1	0,21	15,2
Транспортировка и хранение	1454,0	18,3	2,3	0,42	200,2
Ж/д транспорт*****	179,5	2,3	22,0	0,46	132,5
Деятельность трубопроводного транспорта	438,1	5,5	-10,2	-0,65	261,4
Складское хозяйство и вспомогательная транспортная деятельность	615,8	7,7	0,6	0,04	175,6
Деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	35,8	0,5	-26,3	-0,11	180,8
Деятельность в области информации и связи	275,3	3,5	10,9	0,34	100,1
Деятельность финансовая и страховая	137,8	1,7	-5,6	-0,12	97,0
Деятельность по операциям с недвижимым имуществом	498,0	6,3	-12,1	-0,79	н.д.
Деятельность профессиональная, научная и техническая	247,1	3,1	-5,9	-0,17	99,8
Деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	42,3	0,5	-2,8	-0,01	54,9
Государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение	116,9	1,5	-0,3	0,00	н.д.
Образование	128,1	1,6	12,1	0,18	н.д.
Деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	97,9	1,2	13,6	0,16	н.д.
Деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений	98,9	1,2	-12,6	-0,21	н.д.

Примечание. Укрупнённые позиции:

* производство автотранспортных средств (также производство прочих транспортных средств и оборудования),

** производство пищевых продуктов (также напитков и табака),

*** производство мебели (также прочих готовых изделий),

**** производство металлургическое (также готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования),

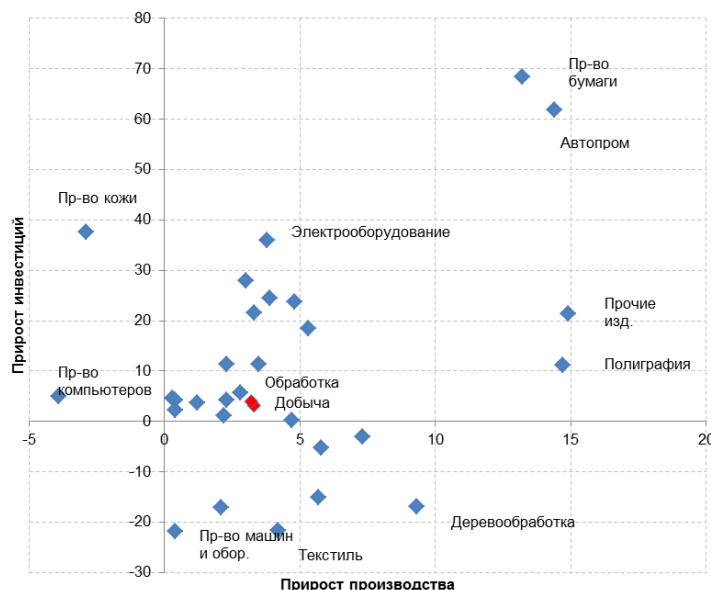
***** производство одежды (также текстильных изделий, кожи и изделий из кожи),

***** ж/д транспорт (пассажирские и грузовые перевозки).

Источник: Росстат, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Обрабатывающая промышленность также демонстрирует неплохой (хотя и далекий от рекордов) прирост инвестиций (рост на 4% год к году за январь-сентябрь), причем в плане приростов (инвестиций и текущего выпуска) ситуации в «добыче» и «обработке» очень схожи между собой (табл. 1 и рис. 3), хотя в абсолютных величинах во всю обрабатывающую промышленность по-прежнему вкладывается инвестиций ненамного больше, чем в одну только добычу нефти и газа. Лидеры по росту инвестиций здесь прежние – капиталоемкая целлюлозно-бумажная промышленность и пользующийся господдержкой автопром. Однако если из состава обрабатывающей промышленности вычтешь инвестиции в нефтепереработку, то станет ясно, что инвестиции в добычу полезных ископаемых в целом вместе с переработкой нефти (2395 млрд руб. в январе-сентябре 2018 г.) более чем в два раза превышают инвестиции в обрабатывающую промышленность за минусом нефтепереработки (1107 млрд руб.) (табл. 1).

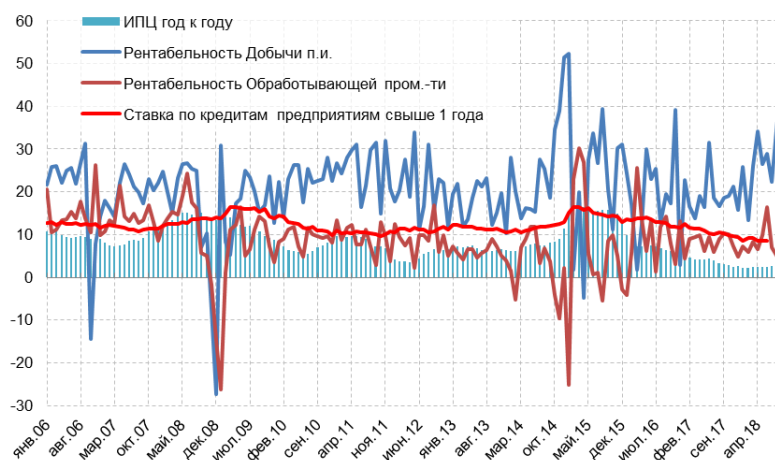
Рис. 3. Прирост инвестиций (январь-сентябрь 2018 г.) и выпуска (январь-октябрь 2018 г.) в секторах промышленности, год к году



Источник: Росстат, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Следует также отметить немаловажную деталь: при том, что в добыче полезных ископаемых инвестиции составляют около 60% балансовой прибыли, в обрабатывающей промышленности они не достигают 50% (табл. 1). Это может говорить о том, что перспективы быстрого увеличения спроса в обработке более пессимистично оцениваются производителями. Кроме того, для финансирования капиталоемких проектов собственных

Рис. 4. Индикаторы, характеризующие финансовые параметры инвестиционного процесса в январе 2006 – сентябре 2018 гг., в %



Примечание. На рисунке показана рентабельность отгрузки секторов промышленности (балансовая прибыль/отгрузка*100%).
Источник: Росстат, Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

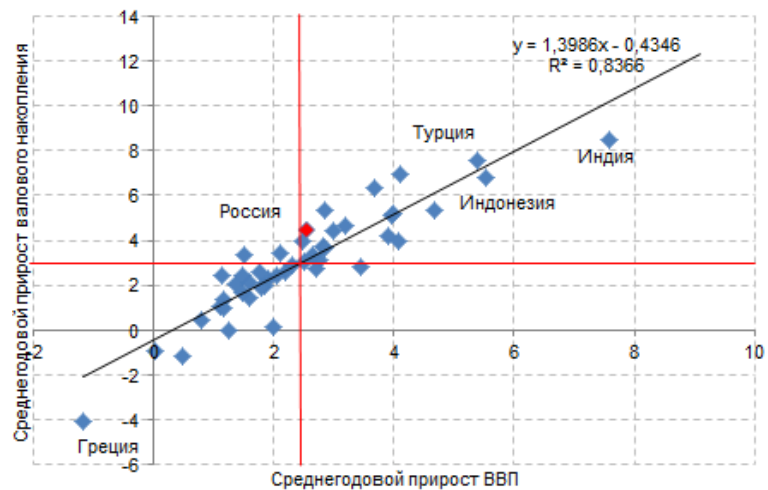
ресурсов может не хватать, а возможность получения кредитов российской обрабатывающей промышленностью ограничивается гораздо более низкой рентабельностью, чем в добыче полезных ископаемых, где она (если говорить о рентабельности продаж) сейчас примерно в три раза ниже, чем в добывающих секторах. Вплоть до недавних месяцев рентабельность продаж в обрабатывающей промышленности была ниже

ставки по кредитам на срок свыше одного года, которые можно использовать на инвестиционные цели (рис. 4). При этом тенденция к увеличению инфляции (рис. 4), очевидно, скажется на ключевой ставке и ставке по кредитам, что еще более увеличит отраслевые диспропорции в инвестиционном процессе.

3. О росте инвестиций в 2005–2018 гг. в России и других экономиках

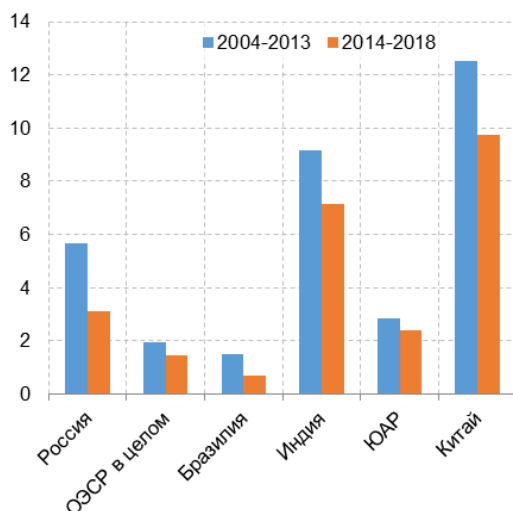
Как мы писали недавно, для выхода к 2025 г. на долю инвестиций в ВВП в размере 25% необходимо обеспечить их рост в течение шести лет средними темпами 5,6%⁴. В вышедшем в конце ноября очередном выпуске OECD Economic Outlook (November 2018)⁵, помимо прогноза развития мировой экономики, содержится интересная статистическая информация, позволяющая отметить, что в среднем по группе стран ОЭСР и БРИКС 1 п.п. увеличения прироста ВВП (то есть рост загрузки производственных мощностей) сопровождался в последние годы увеличением валового накопления почти на

Рис. 5. Среднегодовой прирост валового накопления и ВВП в 2005–2018 гг. в странах ОЭСР и БРИКС, в %



Источник: OECD, Economic Outlook-11.2018; расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 6. Среднегодовой прирост запасов капитала (баланс ввода и выбытия) в экономике (без жилищного сектора), в %



Источник: OECD, Economic Outlook-11.2018; расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

последние годы увеличением валового накопления почти на 1,4 п.п. (рис. 5). Россия в период 2005–2018 гг. с ее среднегодовым ростом ВВП на 2,5% и ростом валового накопления основного капитала на 4,5%, находится близко к среднему для стран ОЭСР и БРИКС тренду, увязывающему рост ВВП и инвестиций в основной капитал (рис. 5), но сильно не опережает его, по абсолютным темпам роста экономики заметно отставая от устойчиво динамичных лидеров – Индии, Индонезии, Турции и, конечно, Китая (рис. 5).

При этом, по нашим расчетам на основе данных того же обзора ОЭСР, в российской экономике в период 2014–2018 гг. произошло наибольшее (по сравнению со странами ОЭСР и БРИКС, кроме Бразилии) замедление темпов прироста накопленного запаса производительного капитала (баланса вводов и выбытия мощностей) относительно периода 2004–2013 гг. (рис. 6). В России темпы прироста

⁴ <https://dcenter.hse.ru/mirror/pubs/share/direct/226755133>

⁵ <http://www.oecd.org/eco/outlook/economic-outlook/>

капитала в этот период упали на 44%, в Бразилии – на 53%, в остальных странах БРИКС (кроме Бразилии и России) и в странах ОЭСР в целом снижение лежало в диапазоне 15–25%. Очевидно, что и усиление внешнеторговых трений, и взрывное увеличение неопределенности в мировой политике и экономике не могли не сказаться негативным образом на интенсивности инвестиционных процессов в мире, но в России к этому еще прибавилось и падение цен на нефть. В связи с этим задача достижения нового инвестиционного ускорения выглядит непростой.

Необходимо, правда, при этом отметить, что и у российской экономики в последние годы уже были две ударные «инвестиционные четырехлетки»: в 2005–2008 гг. среднегодовой прирост валового накопления основного капитала составлял 14,7% (!), а в 2010–2013 гг. – 5,7% (см. табл. 2), однако после этого сразу же следовал инвестиционный обвал: в 2009 г. падение составило 14,7%, в 2013 г. – 10,4%. При этом сейчас у инвестиций нет подпитки от значительного притока иностранного капитала и кредитов, как в прежние годы. Правда, и имеющиеся внутренние денежные ресурсы пока, как было показано выше, не используются в полной мере, что может быть связано с нехваткой готовых собственных технологических решений и неясностью перспектив возобновления устойчивого роста экономики.

4. Мировой опыт инвестиционных бумов

Каковы же при этих обстоятельствах перспективы ускорения роста инвестиций до примерно 6% в год и выхода их на уровень в 25% ВВП к 2025 г.? Где и когда наблюдались такого рода периоды инвестиционного бума? И что им помогало? Мы провели небольшое исследование по данным того же свежего Economic Outlook, подготовленного ОЭСР. В таблице 2 представлены страны, показывавшие непрерывный рост инвестиций в течение более чем четырех лет темпами более 5,6%. Оценивались данные за 2005–2018 гг., в таблице представлено разбиение на две группы (периоды роста, составившие 4 года и более 5 лет), а также показан средний темп роста инвестиций за год.

Таблица 2. Периоды инвестиционного бума в 2005–2018 гг. в странах ОЭСР и БРИКС (без учета Китая)

Страна	Период инвестиционного ускорения		Среднегодовой темп прироста инвестиций, %		
	Более 5 лет	4 года			
Аргентина		2005-2008	14.9		
Австралия		2005-2008	6.9		
Бразилия		2005-2008	8.2		
Чили		2005-2008	14.7		
Коста-Рика		2005-2008	10.3		
Чехия		2005-2008	7.1		
Индия	2005-2018		8.5		
Индонезия	2005-2018		6.8		
Израиль	2010-2018		5.6		
Литва	2013-2018		5.7		
Новая Зеландия	2011-2018		6.0		
Россия		2005-2008	2010-2013	14.7	5.7
Турция	2010-2018		9.8		

Источник: расчеты Института «Центр развития» по данным OECD WEO, ноябрь 2018 г.

Рассмотрим далее примеры и факторы быстрого роста инвестиций в странах-лидерах. Самый высокий рост инвестиций, но на коротких интервалах, показывали Аргентина, Россия

и Чили в 2005–2008 гг., когда они увеличивали валовое накопление темпами 14,9, 14,7 и 14,7% в год соответственно.

А вот наиболее продолжительный рост инвестиций (14 лет) показали Индия и Индонезия, где среднегодовой рост составил 8,5 и 6,8% соответственно. Турция и Израиль непрерывно увеличивали инвестиции в течение 9 лет темпами 9,8 и 5,6% в год соответственно. Важную роль в этих четырех странах в инвестиционном процессе традиционно играет приток иностранных инвестиций и/или инновационный сектор экономики, и регуляторы их всемерно поддерживают. Так, в Индии прямые иностранные инвестиции (ПИИ) могут осуществляться по «автоматическому маршруту» без предварительного разрешения правительства и Резервного банка Индии, а правительство в целом активно стимулирует инвестиции в отрасли, продукция которых востребована на рынке Индии с условием, что впоследствии она может быть отправлена на экспорт⁶.

В Индонезии регуляторы особое внимание обращают на обеспечение равноправного отношения как к внутренним инвесторам, так и к иностранным («Закон об инвестициях», 2008 г.). Действует «служба одного окна» по регистрации компаний с местным и иностранным капиталом⁷. Важнейшим приоритетом экономической политики в целом является поддержка экспортоориентированных отраслей экономики.

На долю Турции, являющейся крупным получателем ПИИ в Западной Азии, приходится более четверти от общего объема их притока в регион в 2007–2015 гг. Однако с июля 2016 г. политическая нестабильность оказывала постоянное негативное влияние как на турецкую экономику в целом, так и на потоки ПИИ. Ведущие рейтинговые агентства понизили суверенный кредитный рейтинг Турции. Приток ПИИ существенно снизился. Несмотря на это, в целом страна продемонстрировала значительный рост инвестиций за счет различных мер поддержки национального бизнеса и наиболее перспективных секторов новой экономики. Так, в 2016 г. Турция представила обширный пакет мер поддержки НИОКР и инновационной деятельности. Кроме того, Турция была самой активной из развивающихся стран по количеству решенных запросов через международную систему урегулирования споров между инвесторами и государством ISDS (investor-state dispute settlement)⁸, чья деятельность, хотя и оценивается крайне неоднозначно (в силу отсутствия, в частности, высокой транспарентности), но все же играет позитивную роль медиатора в спорах между корпорациями и государством по вопросам защиты инвестиций. Стоит отметить, что Турция была наиболее активной страной в 2017 г. и по числу заключенных международных инвестиционных соглашений, опередив Гонконг и даже Китай.

После мирового финансового кризиса, когда инвестиционная активность в целом в мировой экономике снизилась из-за нерешенной проблемы накопленной задолженности, периоды высокого роста валового накопления, помимо четверки лидеров, были также отмечены у таких стран, как Литва, Новая Зеландия и Россия (табл. 2). При этом у России, в отличие от остальных перечисленных стран, демонстрировавших рост инвестиций до 2018 г. включительно, инвестиционный бум закончился в 2013 г., в связи с падением цен на нефть и последовавшим замедлением экономики.

⁶ <http://asiavector.ru/countries/india/>

⁷ <http://asiavector.ru/countries/indonesia/>

⁸ Механизм ISDS корпорации, как правило, используют в тех случаях, когда государства пытаются национализировать имущество инвесторов, принимают законы, нарушающие международные торговые соглашения, или пристрастно (по мнению заявителя) относятся к компании.

В целом особенно показательным здесь является пример Турции, пережившей хотя и не экономический, но политический кризис, и сохранившей при этом высокие темпы роста инвестиций за счет внимания к инновационной экономике, а также за счет активного участия в международных инвестиционных соглашениях. Важно также обратить внимание на сектора, способные производить конкурентоспособную продукцию на экспорт. Именно развитие таких секторов, как правило, ведет к приросту инвестиций, что демонстрируют примеры Индии и Новой Зеландии. Кроме того, мировой опыт говорит о том, что упрощение процедур ведения бизнеса и снятие излишних ограничений по входу и выходу из него с высокой вероятностью также будет способствовать как экономическому росту в целом, так и увеличению инвестиций.

Важно иметь в виду, что, как говорит мировой опыт, даже в условиях неопределенности предприниматели могут выбирать совершенно разные инвестиционные стратегии: от наиболее осторожного минимаксного подхода, когда минимизируются максимально возможные потери, до максимаксного, когда максимизируются максимально возможные прибыли. Важную роль в таком выборе играет наличие (или, наоборот, отсутствие) оптимизма и взаимного доверия между бизнесом и регуляторами.

Валерий Миронов, Алексей Кузнецов, Наталья Самсонова

Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева
Наталья Акиндинова
Елена Балашова
Николай Кондрашов
Людмила Коновалова
Алексей Кузнецов
Валерий Миронов
Светлана Мисихина
Анжела Назарова
Сергей Пухов
Наталья Самсонова
Сергей Смирнов
Ксения Чекина
Алёна Чепель
Андрей Чернявский

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

ЦЕНТР РАЗВИТИЯ: тел./факс +7 (495)625-94-74, e-mail: <http://www.dcenter.ru>.

НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»: тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: hse@hse.ru, <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в Выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Института «Центр развития» НИУ «Высшая школа экономики».

При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в настоящем Выпуске, необходимо указывать ссылку на Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Исследование осуществлено в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2018 году