

рецессии в эти месяцы оказалось настолько велико, что при сохранении экономической активности на уровне мая падение ВВП по итогам года составит 1,5-2%, хотя мы ожидали увидеть такое падение лишь при цене нефти 35 долл./барр. Остаётся надеяться, что хотя бы нефть не возобновит падение.

Николай Кондрашов

Реальный сектор

2. Нынешний уровень и структура инвестиционной активности не обеспечивают перехода к устойчивому росту

В апреле-мае слабые признаки стабилизации экономической конъюнктуры в промышленности сменились новым падением объемов выпуска. Хотя в 13 из 28 секторов экономики инвестиции в первом квартале выросли в годовом выражении, в 15 они сократились. В целом по экономике инвестиции снизились, что сдерживает восстановление экономического роста. Частично снижение инвестиций связано с ухудшением финансовых показателей российской экономики в начале 2016 г., когда произошло уменьшение балансовой прибыли и притока кредитов в реальный сектор в номинальном выражении. Однако фактор неблагоприятного инвестиционного климата и существующих рисков еще более важен.

Восстановление экономического роста в экономике России после валютного шока (девальвации) идет очень медленно. **Фактически рецессия еще не преодолена.** Хотя по данным Росстата в мае промышленность выросла относительно того же периода прошлого года на 0,7%, а в январе-мае – на 0,1% (см. таб. 2.1), однако при устранении сезонного фактора в лучшем случае можно говорить о стагнации, а в худшем – о продолжении падения более медленными темпами, чем в прошедшем году, когда промпроизводство упало на 3,4% год к году.

Таблица 2.1. Динамика секторов промышленности (прирост), в %

	Окт	Ноя	Дек	2015 год в целом	1 кв. 2016 г. в целом	Апр	Май	Янв.- май 2016г. в целом
год к году								
Промышленное производство	-3,6	-3,5	-4,5	-3,4	-0,6	0,5	0,7	0,1
Добыча полезных ископаемых	1,4	-0,1	0,1	0,3	3,4	1,7	1,5	2,8
Обрабатывающие производства	-5,9	-5,3	-6,1	-5,4	-3,1	0,6	0,3	-1,4
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-3,6	-3,5	-6,3	-1,6	0,6	-4	2,1	0,1
к предыдущему периоду, сезонность устранена								
Промышленное производство	-0,4	-0,7	0,7	-3,0	-0,2	-1,1	-0,2	-0,2
Добыча полезных ископаемых	0,5	-1,1	0,8	0,2	0,6	-2,7	-0,2	0,3
Обрабатывающие производства	-1,0	-0,6	1,4	-5,3	-1,3	0,0	-0,7	-0,8
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-0,4	-0,2	-3,3	-1,5	-7,9	-1,4	3,3	1,3

Источник: Росстат, расчёты (снятие сезонности) Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Если бы не рост производства электроэнергии в мае на 3,3% со снятой сезонностью относительно апреля, то темпы снижения промышленности в целом составили бы не 0,3% к апрелю, а гораздо больше. Учитывая, что апрельское падение можно оценить в минус 1,1% относительно марта, приходится констатировать, что пока второй квартал идет хуже первого, и в целом за январь-май 2016 г. промышленность снизила выпуск на 0,2% относительно предшествующих пяти месяцев (см. табл. 2.1). При этом снижение выпуска в обработке составило 0,8%, тогда как в добыче полезных ископаемых и в электроэнергетике наблюдался небольшой рост (соответственно на 0,8% и 1,3%).

Важнейшую роль в преодолении рецессии после валютного шока, особенно такого сильного, как сейчас в России, когда номинальный курс рубля по

отношению к бивалютной корзине снизился примерно наполовину, могло бы сыграть усиление инвестиционной активности. Это связано с тем, что сильная и устойчивая девальвация национальной валюты ведет к серьезному изменению ценовых пропорций в экономике, стимулирует экспортные отрасли, а значит, вызывает серьезные изменения в структуре производства, что невозможно без массивного обновления основного капитала. Хотя так называемые «индуцированные инвестиции», то есть капиталовложения, связанные с экономическим ростом и увеличением загрузки мощностей, в ходе постдевальвационной рецессии не наблюдаются, однако для «автономных инвестиций», то есть вложений в повышение качества продукции и создание абсолютно новых производств, создаются все условия. Такие инвестиции необходимы, так как появляется возможность выхода с подешевевшей в валютном выражении продукцией на внешние рынки, поскольку внутренние издержки на труд и производимые внутри страны энергию, сырье и материалы в валютном выражении резко снижаются. В экономической литературе, посвященной анализу влияния девальваций на динамику инвестиций, выделяют два канала такого воздействия: со стороны спроса и со стороны предложения. *Первый* связан с перераспределением в ходе девальвации доходов от работников к предпринимателям на фоне отставания роста зарплат от инфляции, что может вести к росту предпринимательской прибыли и, соответственно, инвестиций. *Второй* связан с удорожанием импорта, что может вести к снижению инвестиций. Важен поэтому конечный баланс.

Эмпирические расчеты на годовых данных по 50 странам с 1970 по 2006 гг., проведенные в одной из недавних работ⁴ на основе сопоставления динамики внутренних инвестиций, реального курса, подушевого дохода и процентной ставки, показывали, что и **краткосрочные, и долгосрочные эффекты девальваций могут быть очень различны.**

⁴ M.Bahmani-Oskooee & M.Hajilee, "On the relation between currency depreciation and domestic investment" // Journal of Post Keynesian Economics, Published online: 09 Dec 2014.

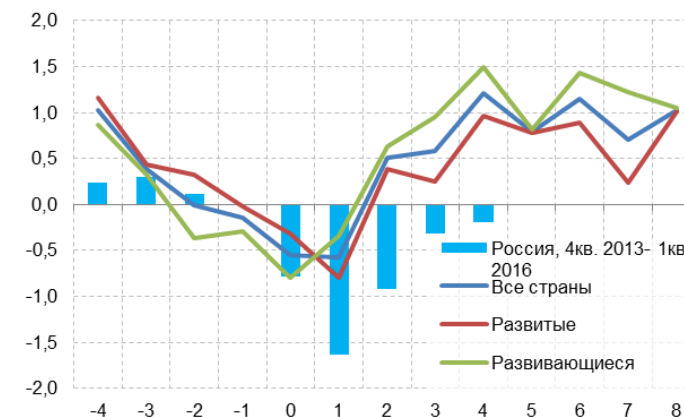
В краткосрочном плане в 16 странах (в том числе в 3 нефте-ориентированных) девальвация стимулировала инвестиции в основной капитал, а в 24 (в том числе в 1 нефтяной) оказала на них депрессивное воздействие. В долгосрочном плане девальвации оказывали влияние на динамику инвестиций в 21 стране из 50, при этом в 10 странах (в том числе в 2 нефте-зависимых) эффект был негативным, а в 11 (из них тоже 2 нефте-ориентированных) – позитивным. Таким образом, **чтобы оказаться в числе «счастливчиков» одной девальвации явно недостаточно. Она может привести и в экономический тупик.**

При этом, как показывают наши собственные расчеты на квартальных данных со снятой сезонностью на примере 81 девальвации⁵ в странах со средним и высоким уровнем развития (включая ОЭСР и БРИКС) в период 1995-2014 гг., рост инвестиций после девальвации в развивающихся странах в среднем начинался в третьем квартале после девальвации и был устойчивым в течение двух лет после нее, составляя 2-3% со снятой сезонностью в квартал (см. рис. 2.1). В развитых странах картина была гораздо менее оптимистичной (см. рис. 2.1), но все равно она была лучше, чем сейчас в российской экономике. Если исходить из того, что девальвация российского рубля произошла в четвертом квартале 2014 г., когда его номинальный эффективный курс упал, по данным Банка международных расчетов, почти на 20%, то даже в пятом постдевальвационном квартале (он же первый квартал текущего года) инвестиции со снятой сезонностью все еще падают – на 0,3%, судя по сглаженным данным НИУ ВШЭ со снятой сезонностью (см. рис. 2.1).

Правда, картина не выглядит совсем безнадёжной, если посмотреть на опубликованные сравнительно недавно данные Росстата о динамике инвестиций крупных и средних компаний в разрезе секторов экономики в 2016 г. **При общем снижении инвестиций по экономике в целом на 1,5% в первом квартале 2016 г.,**

⁵ Под девальвацией мы понимаем падение номинального эффективного курса национальной валюты более чем на 10% за квартал по данным Банка международных расчетов (BIS). Основной источник статистических данных – ОЭСР.

Рис. 2.1. Прирост инвестиций в основной капитал до и после девальвации, кв./кв. со снятой сезонностью, %: стилизованные факты 81 девальвации в 1994-2014 гг. (квартал 0 по оси x – девальвация)



Источник: BIS, ОЭСР, стат. база данных НИУ ВШЭ (инвестиции по России), расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

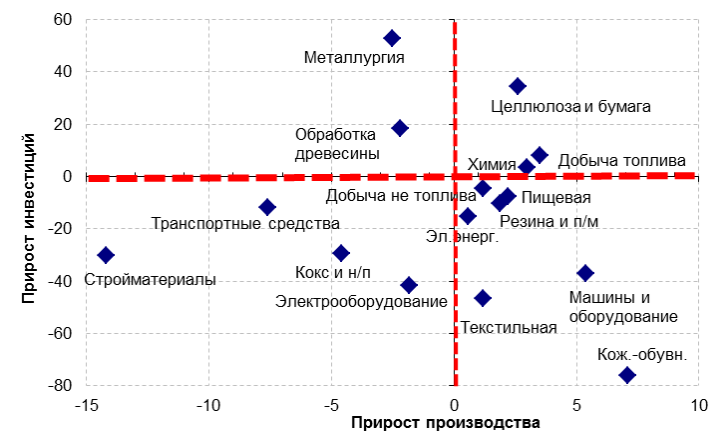
они в той или иной степени выросли в 13 секторах из 28 (см. табл. 2.2). При этом в добыче топливно-энергетических полезных ископаемых они увеличились почти на 8% год к году, а в пяти лидирующих секторах они росли темпами от 17-18% (в рыболовстве и рыбоводстве, в деревообработке, а также в сфере гостиниц и ресторанов) до 24-53% – в целлюлозно-бумажной промышленности и металлургии (см. табл. 2.2).

Таблица 2.2. Динамика инвестиций в основной капитал в 2005-2016 гг. (ранжировано по убыванию прироста г/г в 1 кв. 2016 г.).

	2016 -1 кв., прирост г/г, %	2005-2014, рост, раз	2005-2014, прирост в среднем за год, %	2015, прирост г/г, %	Ранг по темпам прироста		Доля в совокупных инвестициях 2016 г., %
					2016	2005-2014 в целом	
металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	52,5	1,1	0,7	-2,7	1	31	3,8
целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	34,2	0,9	-0,8	-5,6	2	32	0,5
обработка древесины и производство изделий из дерева	18,4	1,4	3,2	-3,5	3	27	0,6
гостиницы и рестораны	18,1	3,5	13,5	-61,0	4	2	0,4
рыболовство. рыбоводство	16,5	2,3	8,6	-36,2	5	7	0,1
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	7,9	1,9	6,3	12,6	6	20	28,5
добыча полезных ископаемых	7,1	1,9	6,4	12,5	7	19	30,8
сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	4,2	1,9	6,7	-8,8	8	13	3,5
химическое производство	3,4	2,7	10,4	16,8	9	5	3,5

оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	2,8	2,2	8,3	6,7	10	8	2,9
предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг	2	1,8	6,1	-15,3	11	23	1,8
здравоохранение и предоставление социальных услуг	0,9	1,4	3,7	-20,5	12	26	1,0
операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	0,1	2,0	7,4	-14,3	13	11	9,9
Связь	-0,6	1,2	2,0	-12,7	14	28	3,6
Экономика в целом	-1,5	1,9	6,6	-8,4	15	14,0	100,0
транспорт и связь	-3,9	2,0	7,4	-8,5	16	12	17,1
добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических	-4,8	1,9	6,4	6,9	17	17	2,2
обрабатывающая промышленность в целом	-5,8	1,9	6,5	-7,3	18	16	20,3
строительство	-6,8	1,8	6,2	-15,5	19	22	1,6
производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	-7,5	1,2	1,7	-9,6	20	29	2,1
производство резиновых и пластмассовых изделий	-10,3	1,2	1,6	3,2	21	30	0,5
государственное управление и обеспечение военной безопасности; обязательное социальное обеспечение	-10,9	1,8	6,2	-12,4	22	21	0,8
производство транспортных средств и оборудования	-11,8	2,9	11,3	-18,2	23	4	2,0
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-15,2	2,5	9,5	-27,3	24	6	7,4
финансовая деятельность	-20,1	1,9	6,6	-15,3	25	15	1,6
производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов	-29,5	4,8	17,0	-10,5	26	1	3,9
производство прочих неметаллических минеральных продуктов	-30,2	1,7	5,6	-37,9	27	24	0,7

Рис. 2.2. Прирост инвестиций в основной капитал в 1 кв. и промышленного производства в январе-апреле 2016 г., год к году, %



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

образование	-31,9	2,1	7,8	-15,8	28	9	1,0
производство машин и оборудования	-37	1,6	5,0	0,5	29	25	0,6
производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	-41,6	1,9	6,4	14,9	30	18	0,7
текстильное и швейное производство	-46,7	2,1	7,7	-41,8	31	10	0,04
производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	-76,1	3,2	12,4	-30,0	32	3	0,01

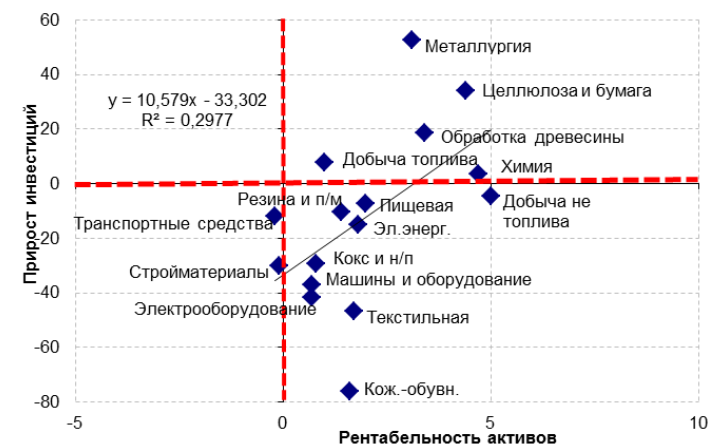
Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

При этом, к большому сожалению, инвестиции в создание новых инвестиций находятся в числе аутсайдеров, причем это относится и к секторам, обеспечивающим развитие вещественного капитала (машиностроение, строительство), и к секторам, создающим человеческий капитал (здравоохранение и образование). Достаточно сказать, что в первом квартале 2016 г. инвестиции в основной капитал этих секторов упали относительно того же периода прошлого года более чем на треть, исключая только строительство (-7%), производство транспортных средств (-12%), и здравоохранение, где инвестиции стагнировали (см. табл. 2.2).

Таким образом, если об увеличении вложений в более глубокую переработку сырья еще можно говорить (см. табл. 2.2 и рис. 2.2), то о переходе российской экономики к диверсифицированному развитию, то есть к трансформации сырьевого богатства в новые активы, включающие не только вещественный, но и человеческий капитал, не говоря уже об институциональном капитале, пока говорить не приходится.

С точки зрения динамики инвестиций, переработчики неуглеводородного сырья сейчас находятся в лидерах роста. Это отличает нынешнюю ситуацию от периода высоких цен на нефть, то есть 2005-2014 гг., когда в лидерах была нефтепереработка, электроэнергетика и производители неторгуемых товаров (гостиницы и рестораны). В период «нефтяного эльдорадо», ненадолго

Рис. 2.3. Прирост инвестиций в основной капитал год к году и уровень рентабельности активов в промышленных секторах в 1 кв. 2016 г. (2012 г. = 100, сезонность устранена)



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

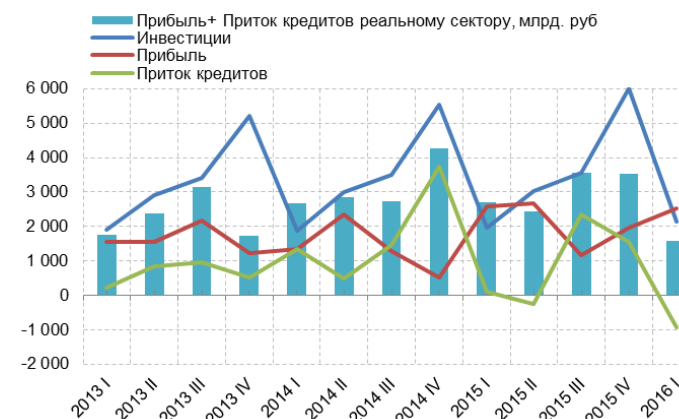
прерванного кризисом 2008-2009 гг., относительно много инвестиций шло также в те сектора, которые и сейчас «на коне» (в частности, в химическую отрасль, а также в рыболовство и рыбоводство), а также в сектора, связанные с воспроизводством человеческого капитала – в основном в образование и науку, где инвестиции росли примерно на 8% и 11% в среднем за год, обгоняя экономику в целом (6,6%), хотя и отставая от лидера – нефтепереработки – с ее 17% среднегодового прироста (см. табл. 2.2). Таким образом, именно эти сектора сейчас пали жертвами бюджетных ограничений, что в долгосрочном плане не может не иметь серьезных негативных последствий.

Что необходимо для роста инвестиций сейчас, когда приток валюты в страну упалкратно? Какие факторы движут инвестициями в секторах, где они растут и сейчас, в период кризиса? Частично инвестиции индуцируются самим ростом. Этот процесс, как видно на рис. 2.2, происходит в химии, добыче топливно-энергетических полезных ископаемых и в целлюлозно-бумажной промышленности. Автономно от роста увеличиваются инвестиции в металлургии и в деревообработке (см. рис. 2.2). Их тянет вверх относительно высокая в этих секторах рентабельность активов (см. рис. 2.3).

Вообще, **связь между притоком денег в экономику и инвестициями налицо**. Как видно из рис. 2.4, корреляция между квартальным объемом инвестиций в основной капитал и притоком денег в форме квартальной балансовой прибыли и увеличения кредитной массы видна даже визуально, а значение коэффициента в последние три года составляло, по нашим расчетам, около 0,62. В первом квартале текущего года инвестиции упали на фоне снижения как балансовой прибыли (на 3% в номинальном выражении по сравнению с первым кварталом прошлого года, или на 82 млрд руб.), так и притока кредитов реальному сектору (в начале года он вообще превратился в отток в размере более 900 млрд руб., поскольку кредитов было больше погашено, чем выдано, см. рис. 2.4).

Однако, при всем этом, как показывает мировой опыт, финансовый фактор сам по себе не является определяющим ни для внутренних, ни тем более для

Рис. 2.4. Объем инвестиций, балансовой прибыли и прироста кредитов в российской экономике, за квартал, в текущих ценах, млрд руб.



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

иностранных инвесторов, которые обычно приходят в пост-девальвационные экономики со своими деньгами. Из рис. 2.3 также видно, что далеко не во всех секторах российской экономики с хорошей рентабельностью капитала сейчас растут инвестиции. **Как говорил классик макроэкономики, «оценивая ожидаемый размах инвестиций, мы должны... принять во внимание нервы, склонность к истерии, даже пищеварение и реакции на перемену погоды у тех, от чьей стихийной активности в значительной степени и зависят эти инвестиции»⁶.** Речь, конечно, идет об инвесторах, но не только о так называемом инвестиционном климате, но и вообще о рисках вложения в ту или иную национальную экономику.

Сейчас это общие для всех развивающихся экономик риски связаны с Brexit, повышением процентных ставок в США и замедлением Китая. Однако в России достаточно и своих дополнительных рисков, устранить которые необходимо, чтобы выиграть, а не проиграть от девальвации. Пусть не в краткосрочном, но хотя бы в долгосрочном плане. Эти риски определяются не только рейтингом Doing Business, но и в целом наличием таких «правил игры» в экономике, которые обеспечивают справедливую конкуренцию, неиспользование в судах административного ресурса, равноудаленность от власти всех экономических игроков, а не только «олигархов». Судя по рейтингам конкурентоспособности стран, охватывающим широкий круг индикаторов и включающим в себя (в отличие от Doing Business) вышеназванные показатели, положение российской экономики далеко от благополучия. **Пока естественный аппроксиматор настроений инвесторов – фондовый индекс – говорит об оптимизме инвесторов только относительно химической промышленности** (см. рис. 2.5). Этого явно недостаточно не только для диверсифицированного роста всей экономики, но даже для диверсификации одного из ее сегментов – промышленности.

Валерий Миронов

⁶ Дж. М. Кейнс, «Общая теория занятости, процента и денег», М., 1978. С. 227.

Рис. 2.5. Динамика отраслевых фондовых индексов ММВБ в рублевом выражении декабрь 2004-17 июня 2016 г.



Источник: Московская Биржа.