

пор дешевет услуги зарубежного туризма. Поэтому текущая инфляция в услугах может даже ускориться, хотя и останется на низких уровнях.

Таким образом, текущая динамика потребительских цен хотя и указывает на замедление инфляции, но не даёт ответа на вопрос, до какого уровня инфляция опустится. Медленное снижение темпа роста цен на непродовольственные товары на фоне весьма благоприятных антиинфляционных факторов вызывает у нас опасения относительно перспектив дальнейшего существенного снижения инфляции: фактор укрепившегося за полгода курса рубля через какое-то время перестанет оказывать влияние на цены, и они перейдут во власть спроса, динамика которого, согласно нашим прогнозам, в 2017 году будет медленно улучшаться. Таким образом по итогам 2016 г., по нашим оценкам, инфляция составит 5,5% с перспективой снижения до 4,5% в 2017 г. (таргет ЦБ 4,0%), однако сохраняется риск нереализации этого сценария даже при стабильных ценах на нефть. Так или иначе, уже случившегося замедления роста потребительских цен достаточно для продолжения снижения ключевой ставки ЦБ – мы ожидаем, что к концу 2016 г. ставка будет опущена с текущего уровня в 10,5% до 9,5%.

*Николай Кондрашов*

## **Реальный сектор**

### **3. Об инвестиционной активности как факторе возобновления экономического роста**

---

*Во втором квартале 2016 г. инвестиции в основной капитал продолжили снижаться. Хотя относительно прошлого года в первом полугодии рост инвестиций наблюдался в 16 из 30 основных секторов экономики – относительно предкризисного первого полугодия 2014 г. рост был лишь в 10*

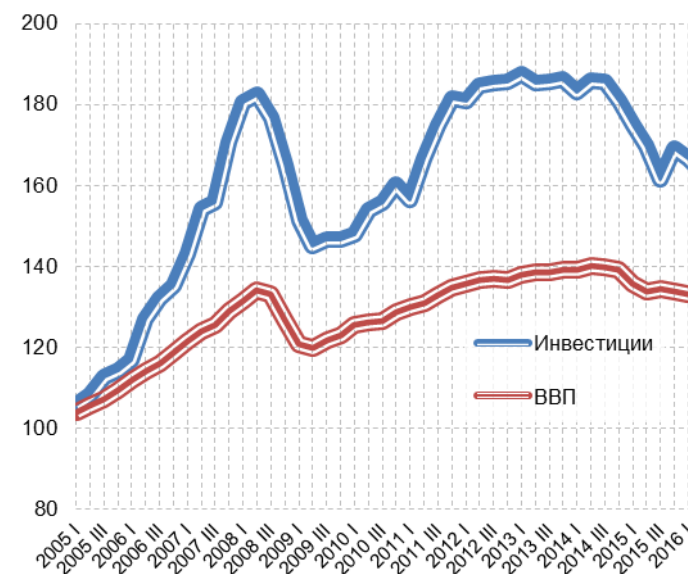
*секторах. Для стимулирования инвестиционной активности необходим комплекс мер, включающий в себя как реформирование финансового сектора и структурные реформы, так и снижение общего уровня неопределенности в экономике.*

Важнейшую роль в приспособлении российской экономики к новым условиям после двукратного снижения нефтяных цен играют инвестиции в основной капитал и в человеческий капитал, включая сферу образования. Они призваны способствовать модернизации производства и повышению качества продукции, а значит выходу российской продукции обрабатывающей промышленности и сферы услуг на новые зарубежные рынки. Импортозамещение также невозможно без инвестиций в качество.

Между тем, начиная с первого квартала 2014 г., инвестиции в основной капитал в российской экономике почти непрерывно снижаются как в годовом измерении (то есть относительно того же периода прошлого года), так и со снятой сезонностью. Хотя в четвертом квартале 2015 г. наблюдалось оживление инвестиционной активности (рис. 3.1), на фоне нового падения нефтяных цен и резкого усиления общей неопределенности экономической ситуации, которое было зафиксировано опросами (рис. 3.2), оптимизм быстро иссяк, и инвестиции в начале 2016 г. возобновили снижение (рис. 3.1). Хотя в годовом выражении во втором квартале текущего года темпы падения инвестиций замедлились (с минус 4,8% до минус 3,5%, по данным Росстата, по полному кругу компаний) (табл. 3.1), со снятой сезонностью, напротив, наблюдается падение ускоренными темпами, которые составили, по нашим оценкам, -1,4% и -2,2% в первом и втором квартале соответственно (рис. 3.1). Именно это пока не позволяет окончательно стабилизировать состояние российской экономики в целом и предотвратить возможность ее дальнейшего скольжения вниз (рис. 3.1).

Тем не менее, определенные положительные сигналы налицо. Если ориентироваться на данные Росстата о динамике инвестиций в основной капитал по крупным и средним компаниям и без учета неформальной деятельности, то можно

**Рис. 3.1. Динамика ВВП и инвестиций в реальном выражении, 2004 г. в среднем =100%, сезонность устранена**



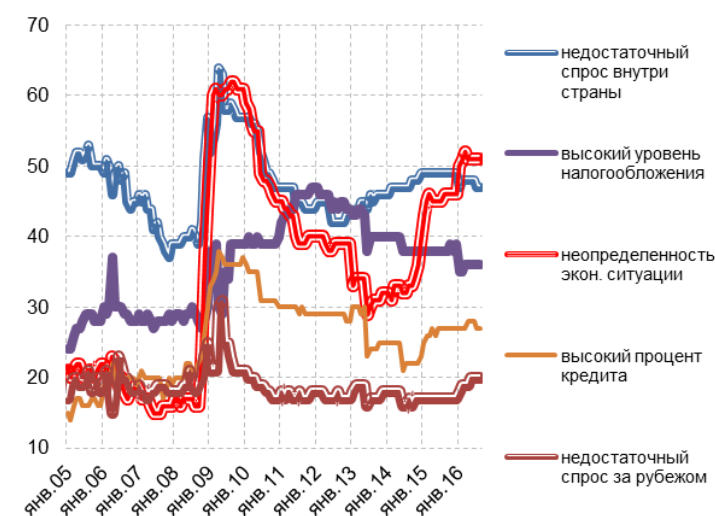
Источник: CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

отметить, что в первом полугодии 2016 г. объемы инвестиций относительно того же периода прошлого года в той или иной степени выросли в 16 секторах экономики из 30. При этом в 7 секторах прирост характеризуется двузначными цифрами (табл. 3.1). Среди них рекордными темпами (от 28% до 52%) выросли капитальные вложения в рыболовство и рыбоводство, а также в целлюлозно-бумажную промышленность и деревообработку. Высокими темпами характеризовался прирост инвестиций в металлургии, а также в торговле и секторе госуправления и обеспечения военной безопасности (табл. 3.1).

**Табл. 3.1. Динамика инвестиций в основной капитал в 2005-2016 гг., прирост год к году, % (если не указано иное), ранжировано по убыванию прироста в секторах экономики в 1 половине 2016 г. (первый столбец)**

	2016 - 1 пол.	2016 - 1 кв.	2016 - 2 кв.*	2015 в целом	2005-2014 гг. в среднем за год	Ранг по темпам прироста		Доля в общем объеме инвестиций в 2016г., %
						2016 г.	2005-2014 гг.	
Экономика в целом, по полному кругу компаний	-4,3	-4,8	-3,9	-8,4	6,6			
Экономика в целом, без учета малого бизнеса и неформальной деятельности	-1	-1,5	0,6	-10,2	2,3			100
рыболовство, рыбоводство	52,2	16,5	111,2	-36,2	8,6	1	8	0,1

**Рис. 3.2. Динамика основных факторов, ограничивающих экономический рост (доля опрошенных промышленников, указавших на фактор, %)**

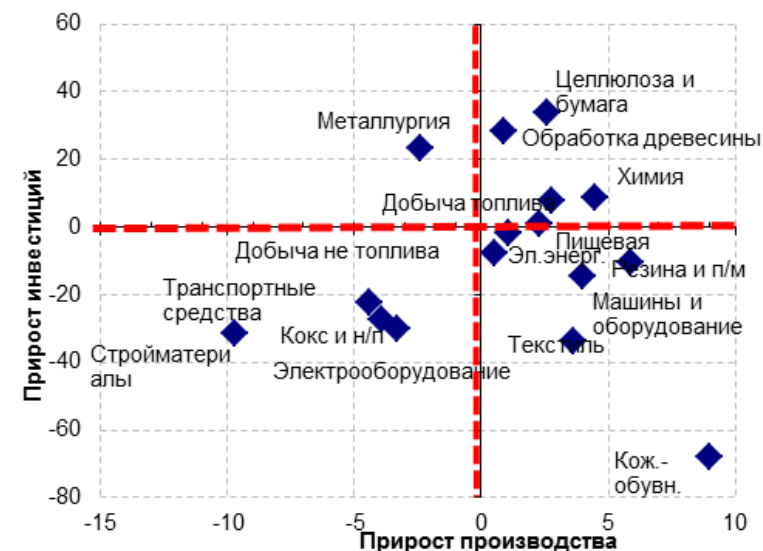


Источник: Росстат, ИСИЭЗ НИУ ВШЭ.

целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	34	34,2	93,6	-5,6	-0,8	2	30	0,5
обработка древесины и производство изделий из дерева	28,3	18,4	38,6	-3,5	3,2	3	24	0,6
государственное управление и обеспечение военной безопасности; обязательное социальное обеспечение	23,6	-10,9	29,2	-12,4	6,2	4	18	1,3
металлургическое производство	23,3	52,5	1,7	-2,7	0,7	5	29	3,1
розничная торговля	13,1	7,4	45,2	-6,1	15,4	6	2	2
гостиницы и рестораны	11,6	18,1	-3,1	-61	13,5	7	3	0,4
предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг	9,9	2	11	-15,3	6,1	8	20	1,9
сельское хозяйство	9	4,2	7,7	-8,8	6,7	9	13	3,9
химическое производство	8,9	3,4	6	16,8	10,4	10	6	3,5
операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	8,2	0,1	21,7	-14,3	7,4	11	11	11,5
добыча топливно- энергетических полезных ископаемых	7,9	7,9	0,5	12,6	6,3	12	17	25,6

здравоохранение	4,2	0,9	15,5	-20,5	3,7	13	23	1,2
связь	3	-0,6	3,8	-12,7	2	14	25	3,4
строительство	0,8	-6,8	-6,5	-15,5	6,2	15	19	1,5
производство пищевых продуктов	0,8	-7,5	4,4	-9,6	1,7	16	26	2,1
добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических	-1,6	-4,8	-4,4	6,9	6,4	17	15	2
транспорт и связь	-5,2	-3,9	-4,5	-8,5	7,4	18	12	18,6
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-7,8	-15,2	-2,2	-27,3	9,5	19	7	7,7
оптовая торговля	-8,4	-8,7	-16,8	39,1	1,3	20	28	0,7
производство резины и пластмасс	-10,2	-10,3	-10,6	3,2	1,6	21	27	0,5
финансовая деятельность	-12,6	-20,1	21,6	-15,3	6,6	22	14	1,4
производство машин и оборудования	-14,7	-37	-24,8	0,5	5	23	22	0,7
производство транспортных средств и оборудования	-22,5	-11,8	-27,1	-18,2	11,3	24	5	1,7
образование	-22,6	-31,9	-15,8	-15,8	7,8	25	9	1,2
производство нефтепродуктов	-27,3	-29,5	-25,6	-10,5	17	26	1	3,5

Рис. 3.4. Прирост инвестиций в основной капитал в 1 полугодии и промышленного производства в январе-июле 2016 г., год к году, %



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

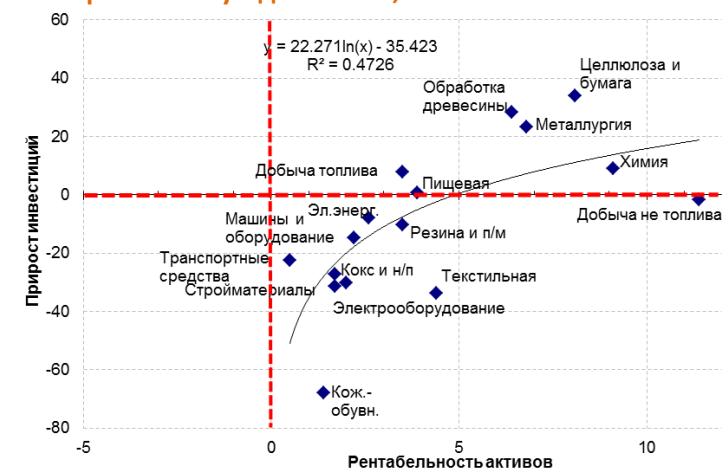
производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	-30,1	-41,6	-7,9	14,9	6,4	27	16	0,7
производство прочих неметаллических минеральных продуктов	-31,3	-30,2	-35,7	-37,9	5,6	28	21	0,7
текстильное и швейное производство	-33,6	-46,7	-18,2	-41,8	7,7	29	10	0,1
производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	-67,8	-76,1	-54	-30	12,4	30	4	0

\*данные о динамике инвестиций во 2 кв. 2016 г. без учета МСБ и неформальной деятельности являются нашей оценкой.

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

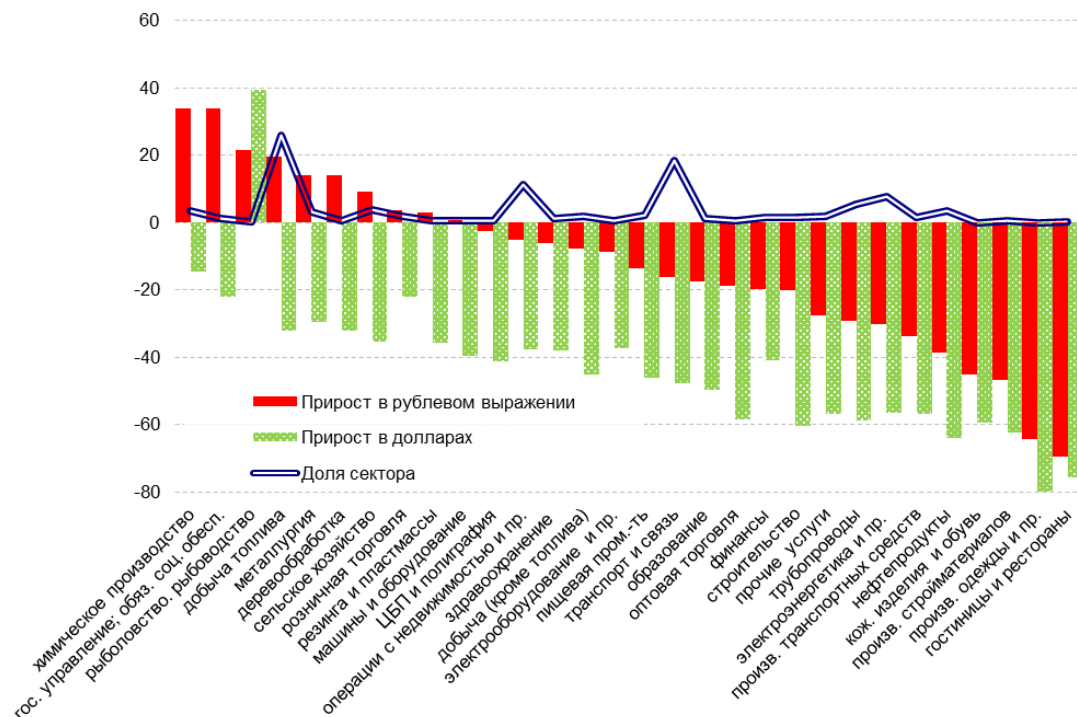
В то же время, в образовании (обеспечивающем накопление человеческого капитала в экономике) и в других секторах экономики, работающих на удовлетворение инвестиционного спроса, в потребительских отраслях, а также в производстве нефтепродуктов инвестиции в основной капитал снизились – также двузначными темпами (от минус 23% до минус 68% прироста) (табл. 3.1). В целом это привело к снижению объема инвестиций в экономике в первом полугодии 2016 г. относительно того же периода 2015 г. на 1% по крупным и средним компаниям и на 4,3% по полному кругу компаний (табл. 3.1). Разница этих двух показателей говорит об очень сильном падении инвестиций в секторе малого и среднего бизнеса, который, видимо, особенно болезненно переживает удорожание кредита и снижение внутреннего спроса.

Рис. 3.5. Прирост инвестиций в основной капитал год к году и уровень рентабельности активов в промышленных секторах в 1 полугодии 2016 г, %



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

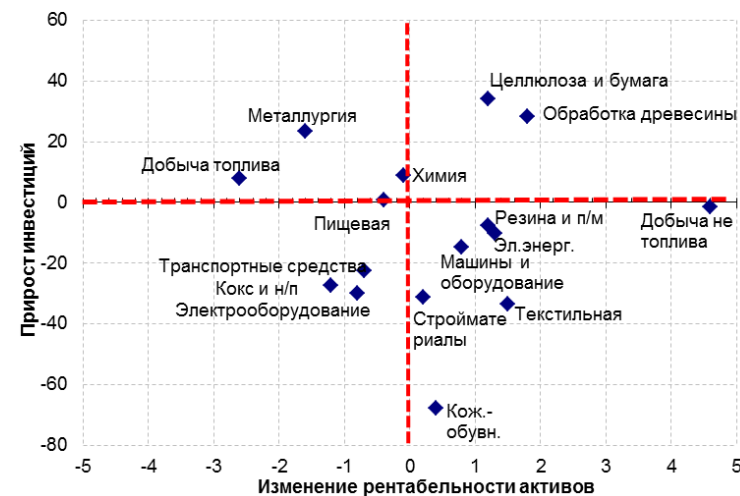
**Рис. 3.3. Рейтинг секторов по приросту инвестиций в основной капитал в первом полугодии 2016 г. к первому полугодю 2014 г. в реальном выражении и доля сектора в общем объеме инвестиций в 2016 г., %**



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

Говоря о об увеличивающихся инвестициях в этом году 16 секторах экономики из 30, следует помнить, что в данном случае мы оперируем цифрами относительно того же периода прошлого года, а если учесть и прошлогоднюю динамику инвестиций, то можно отметить, что **по сравнению с предкризисным первым полугодием 2014 г. в первом полугодии текущего года спад инвестиций наблюдался в 20 секторах,**

**Рис. 3.6. Прирост инвестиций в основной капитал год к году и уровня рентабельности активов в промышленных секторах в 1 полугодии 2016 г., % и п.п.**



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

**рост же – лишь в 10.** Наивысшие темпы роста в реальном рублевом выражении зафиксированы (в порядке убывания) в химической промышленности, в госуправлении и обеспечении военной безопасности, в рыболовстве и рыбоводстве, в добыче топлива, металлургии и в деревообработке (рис. 3.3). А вот в валютном выражении инвестиции сократились во всех секторах, за исключением рыболовства и рыбоводства, где их росту способствовали торговое эмбарго России и мизерный докризисный объем вложений в эту сферу (рис. 3.3). В первом полугодии текущего года в эту отрасль было вложено около 83 миллионов долларов капиталовложений, что, конечно, очень немного. Такая ситуация в целом характеризует важнейшую проблему, связанную с отсутствием значимого притока валютных вложений в сектора российской экономики, столкнувшейся с резким удорожанием импортного оборудования.

**Если в первой половине текущего года общий объем инвестиций в российскую экономику в реальном рублевом выражении относительно первого полугодия 2014 г. снизился на 8,2%, то в валютном выражении – на 43%.** Такая коллизия очень сильно затрудняет использование преимуществ, связанных с девальвацией и значительным потенциальным удешевлением продукции, произведенной в России. Показательно, что на этом фоне в последние месяцы среди факторов, ограничивающих экономический рост, начинает расти фактор недостаточного спроса на внешнем рынке, прежде не имевший большого значения (рис. 3.2). Видимо, **проблемы, связанные с относительно низким качеством российской продукции, вновь начинают обостряться, несмотря на ее значительное относительное удешевление в валютном выражении.**

Тем не менее, **несмотря на все сложности, ряд секторов промышленности увеличил в первом полугодии и объемы выпуска, и инвестиции в основной капитал. К ним относятся предприятия топливной, целлюлозно-бумажной, деревообрабатывающей и химической промышленности** (правый верхний квадрант на рис. 3.4). Металлурги, хотя и несколько снизили объемы выпуска, но инвестиции наращивают (левый верхний квадрант на рис. 3.4). В то же время, в



ряде секторов (прежде всего, работающих на удовлетворение инвестиционного спроса) снижаются и объемы выпуска, и объемы инвестиций (левый нижний квадрант на рис. 3.4). В этот сегмент из секторов инвестиционного блока не попадает лишь производство машин и оборудования. В целом, такая ситуация говорит об угрозе попадания российской экономики в своего рода «инвестиционную ловушку», которая может не позволить трансформировать последствия девальвации рубля в общий рост конкурентоспособности национальной экономики.

Факторами, влияющими на динамику инвестиций (помимо фактора общей неопределенности экономической ситуации), являются показатели, характеризующие, с одной стороны, прибыльность инвестиционных проектов, а с другой стороны, обеспечение инвестиций финансовыми ресурсами. Говоря о первой группе финансовых факторов, можно отметить, что **пороговый уровень рентабельности активов, способствующий в нынешних условиях росту инвестиций, составляет примерно 5%** (рис. 3.5), и его превышение в первом полугодии текущего года зафиксировано лишь у предприятий металлургического и химико-лесного комплекса (рис. 3.5). В топливной промышленности уровень рентабельности активов, по данным Росстата, несколько ниже, а динамика инвестиций не столь оптимистична, как у несколько более прибыльных секторов. Более низкая рентабельность старых проектов в топливной промышленности не должна удивлять, так как нельзя забывать о чрезвычайно высокой капиталоемкости данного сектора.

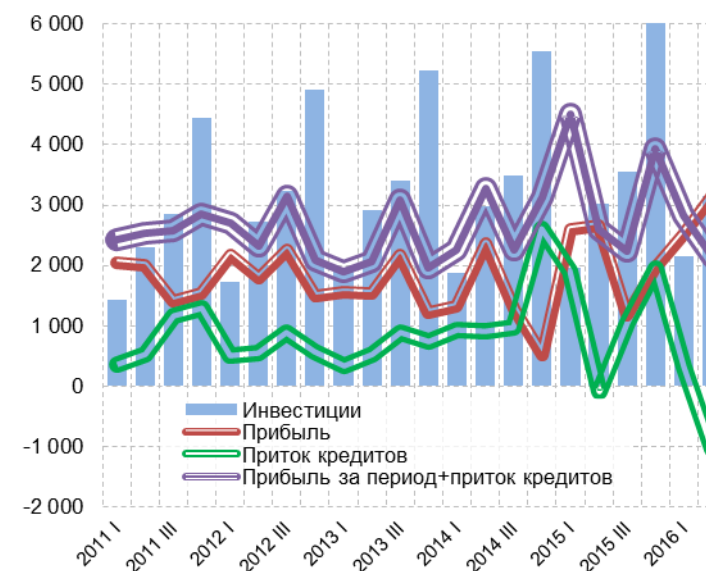
Очевидно, что и топливная промышленность, и отрасли с более низкой рентабельностью активов для того, чтобы привлечь инвестиции, нуждаются в серьезной реструктуризации или модернизации, повышении уровня конкуренции, снижении удельных издержек. Положительные сдвиги в повышении уровня рентабельности активов в первом полугодии текущего года, судя по данным Росстата, наблюдались в шести секторах российской промышленности, где она, по нашим расчетам, выросла на 2-3 п.п. по сравнению с тем же периодом прошлого

года (рис. 3.6). Однако лишь в целлюлозно-бумажной промышленности и деревообработке рентабельность достигла уровня, обеспечивающего этим секторам инвестиционную привлекательность уже сейчас (правый верхний квадрант на рис. 3.6). В остальных секторах промышленности рост рентабельности сопровождался снижением реального объема инвестиций в основной капитал (правый нижний квадрант на рис. 3.6).

Инвестиционно-ориентированные сектора по большей части характеризуются и снижением рентабельности (за исключением производителей машин и оборудования), и снижением инвестиций. При этом в добыче топлива и в металлургии рост инвестиций наблюдается на фоне не растущей рентабельности, но это говорит лишь о ее сложившемся высоком уровне (несмотря на значительную капиталоемкость производства) и, возможно, о наличии определенных валютных резервов, накопленных ранее.

На динамику инвестиций в российской экономике помимо факторов неопределенности и рентабельности активов (то есть текущей доходности инвестиционных проектов) влияет и приток финансовых ресурсов. Во всяком случае, с начала 2006 г. и по текущий момент на уровне экономики в целом корреляция между квартальным объемом инвестиций в основной капитал и притоком денежных ресурсов наиболее велика для притока кредитов и общей величины притока денег в экономику как суммы квартального увеличения накопленных кредитов и балансовой прибыли (рис. 3.7). При этом в последние кварталы этот механизм финансирования инвестиций демонстрирует признаки сбоя в функционировании. Если прибыль экономики в целом имеет тенденцию к повышению, то кредитная активность, наоборот, снижается (рис. 3.7). Так, балансовая прибыль экономики в целом во втором квартале текущего года после падения в первом на 3,2% выросла на 18,8% относительно того же периода прошлого года (до 3 173 млрд рублей), однако приток кредитов в среднем за второй квартал впервые за длительный период времени составил значимую отрицательную величину (около 1 200 млрд рублей) (рис. 3.7), что не может не

Рис. 3.7. Объем инвестиций в основной капитал, балансовой прибыли и прироста кредитов в российской экономике, за текущий квартал, в номинальном выражении, млрд руб.



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

вызывать опасений.

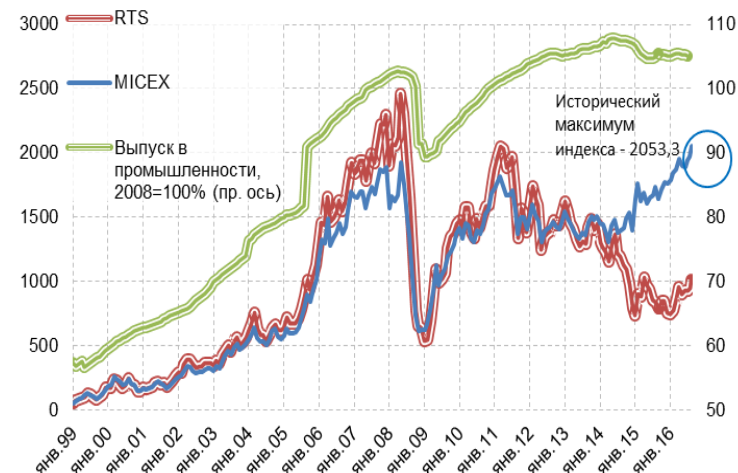
Очевидно, что **проблему финансирования инвестиций необходимо решать комплексно**. В стратегическом плане необходимо и удешевление депозитной базы за счет снижения инфляции, и удлинение пассивов банков за счет выпуска длинных облигационных займов, и развитие накопительного пенсионного страхования; в тактическом – законодательное обеспечение возможности появления срочных депозитов и развитие небанковского финансирования за счет повышения привлекательности операций на фондовом рынке, включая развитие системы индивидуальных инвестиционных счетов, которые на начало 2016 года, несмотря на серьезные налоговые льготы, открыли лишь немногим более 100 тысяч человек. Чрезвычайно важно общее повышение финансовой грамотности населения и управленцев всех уровней, так как место России в международных рейтингах по этому показателю крайне низкое.

**Перспективы быстрого оживления инвестиций и экономики в целом пока выглядят неясными.** В частности, такой распространенный опережающий индикатор состояния экономики как индекс фондового рынка подает противоречивые сигналы. Несмотря на рост рублевого индекса Московской Биржи (MICEX), превысившего 7 сентября исторический максимум<sup>4</sup>, долларový индекс (RTS) в целом не растет, а уже давно находится в боковом тренде (рис. 3.8). Сам же по себе рост рублевого индекса мало о чем говорит, так как он стал расти еще в начале 2014 г. вместе с началом падения экономики и долларového фондового индекса (рис. 3.8). Так что и фондовый рынок, и другие индикаторы состояния экономики, о некоторых из которых мы говорили выше, говорят о том, что возврат к росту экономики пока откладывается.

*Валерий Миронов, Алексей Кузнецов*

<sup>4</sup> 7 сентября 2016 г. индекс Московской Биржи MICEX на закрытии достиг 2053,3 пунктов, а индекс RTS – 1005,7 пунктов, достигнув «линии сопротивления».

**Рис. 3.8. Динамика российских фондовых индексов (на конец периода) в янв. 1999 – 7 сент. 2016 и динамики промышленного производства, сезонность устранена, янв. 1999 – июль 2016 гг.**



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