

# Комментарии

## Реальный сектор

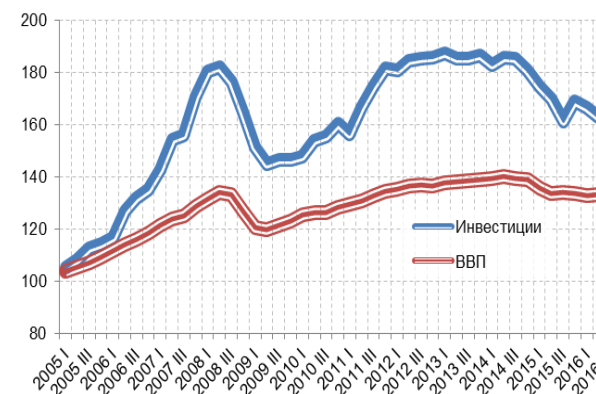
### 1. Инвестиции, неопределенность и экономический рост

*Несмотря на переход экономики России из рецессии в состояние стагнации и рост промышленности, улучшение экономической конъюнктуры неустойчиво, так как инвестиции, видимо, продолжают сокращаться и уж точно не растут. В условиях вынужденно жесткой денежно-кредитной политики, проводимой Банком России, можно использовать нетрадиционные меры поддержки инвестиционной активности и увеличения выпуска. Но, конечно, не денежную накачку, так как экономика пока не использует в полной мере даже имеющийся у нее финансовый ресурс.*

В конце 2016 года российская экономика перешла от сокращения выпуска к его стагнации. В годовом выражении темпы падения ВВП, по данным Росстата, последовательно замедлялись с минус 1,2% в первом квартале до минус 0,4% – в третьем. В целом, за январь-сентябрь российский ВВП относительно того же периода прошлого года упал на 0,7%, а со снятой сезонностью во втором и третьем кварталах, по нашим оценкам, можно говорить о слабом росте экономики на 0,1% к предыдущему периоду (рис. 1.1).

При этом динамика промышленного производства в целом демонстрирует лучшую динамику, чем ВВП в целом. За январь-сентябрь 2016 г. объем выпуска в промышленности относительно того же периода прошлого года, по данным Росстата, вырос на 0,8%, хотя прямое производство цепных индексов говорит о росте на 0,3%. Расхождение, судя по всему, связано с тем, что Росстат пересматривает данные за 2015-2016 гг., что вызвано как большими ретроспективными уточнениями данных об объемах реальных продаж в

Рис. 1.1. Динамика ВВП и инвестиций в основной капитал в реальном выражении в 2005-2016 гг., 2004 г. в среднем =100%, сезонность устранена



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

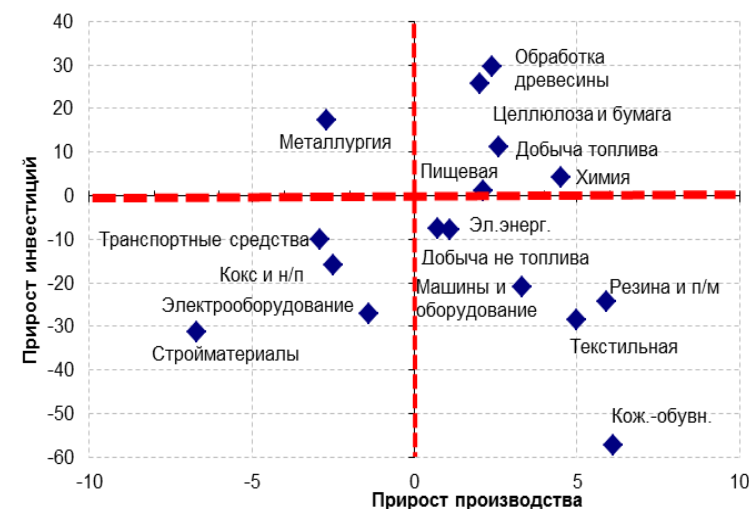
кризисный период, так и с тем, что вводятся новые общероссийские классификаторы видов экономической деятельности (ОКВЭД2) и продукции (ОКПД2). Хотя в целом эта ревизия может привести к более высоким показателям роста выпуска в промышленности в этот период за счет учета (постфактум) кризисных неплатежей, однако вряд ли это может сильно изменить общий вывод о том, что признаки улучшения экономической конъюнктуры пока слабы.

Поскольку наиболее существенные из изменений учтены Росстатом при первой оценке индекса промышленного производства за январь-ноябрь 2016 г. и по отношению к январю-ноябрю 2015 г., используем эти данные для уточнения характеристики текущей экономической ситуации. К ее несомненным плюсам можно отнести тот факт, что ряд секторов промышленности, на которые приходится более 45% общепромышленного выпуска, увеличил в 2016 году в реальном выражении объемы и выпуска, и инвестиций в основной капитал. К ним относятся предприятия топливной, целлюлозно-бумажной, деревообрабатывающей и химической промышленности (правый верхний квадрант на рис. 1.2). Предприятия металлургической промышленности снизили объемы выпуска, но инвестиции также наращивают (левый верхний квадрант на рис. 1.2).

В то же время, в ряде секторов, производящих около 19% общепромышленного выпуска и работающих, прежде всего, на удовлетворение инвестиционного спроса, снижаются объемы и выпуска, и инвестиций (левый нижний квадрант на рис. 1.2). Исключением являются лишь производители машин и оборудования, которые выпуск наращивают, но инвестиционные вложения тоже сокращают (правый нижний квадрант на рис. 1.2).

Ситуацию, когда российское оборудование не производится и не будет в обозримом будущем производиться в силу отсутствия инвестиций в капиталосоздающие сектора, а импортное оборудование сильно подорожало в связи с девальвацией рубля, нельзя назвать удовлетворительной и оправдать, например, ссылками на низкий уровень загрузки производственных мощностей и

**Рис. 1.2. Прирост инвестиций в основной капитал в январе-сентябре и выпуска в январе-ноябре 2016 г., к тому же периоду предыдущего года, %**



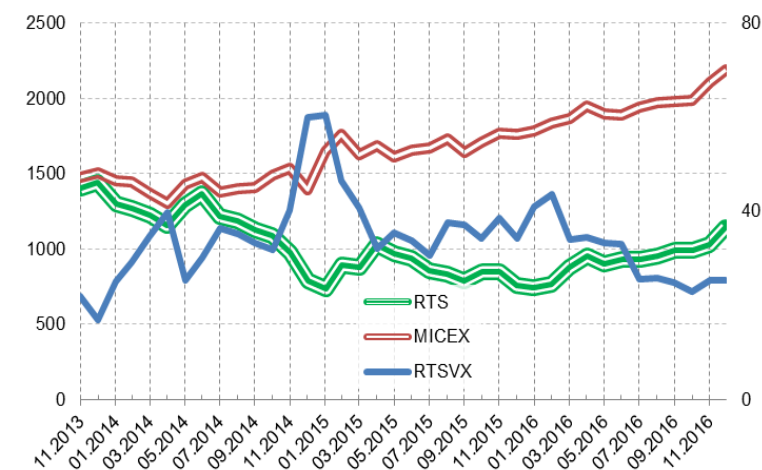
Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

«ненужностью» в связи с этим роста инвестиций для наращивания выпуска. По нашим оценкам, уровень загрузки факторов производства в российской промышленности достаточно высок, и промышленность для выхода из рецессии нуждается в новых мощностях. Проведенные нами ранее расчеты позволяют сделать вывод о том, что не ускоряющим инфляцию уровнем загрузки производственных мощностей в промышленности (фактически уровнем полной загрузки) можно считать интервал 75,4 — 81,4% (по данным опросов Российского экономического барометра (РЭБа)) и 60,7— 63,2% (по данным опросов Росстата). Это практически по верхней границе доверительного интервала совпадает с фактической оценкой уровня загрузки мощностей в октябре 2016 г. по данным РЭБа — 80%<sup>1</sup> и в ноябре по данным Росстата — 64%.

Эти цифры свидетельствуют о достижении промышленностью уровня так называемого «потенциального выпуска», что серьезно ограничивает возможности стимулирования выхода из стагнации за счет смягчения денежно-кредитной политики. Между тем быстрый переход к росту пока не гарантирован. Динамика российских фондовых индексов RTS и MICEX, которые могут служить опережающими индикаторами улучшения экономической ситуации, в последнее время хотя и резко улучшилась (рис. 1.3), однако не подкреплена пока фронтальным и быстрым ростом отраслевых фондовых индексов. Это, исходя из опыта предшествующих кризисных эпизодов, не позволяет пока говорить о коренном улучшении конъюнктуры. И для выхода на внешние рынки, и для импортозамещения, которое реально может начаться лишь после выхода внутреннего рынка из рецессии, необходим рост инвестиционной активности.

Между тем, начиная с первого квартала 2014 г., инвестиции в основной капитал в российской экономике почти непрерывно снижаются (за исключением четвертого квартала 2015 г., когда наблюдался отскок вверх) (рис. 1.1). Хотя в годовом выражении в третьем квартале текущего года темпы падения инвестиций

Рис. 1.3. Динамика российских фондовых индексов и индекса волатильности (на конец периода, правая ось) в январе 1999 -28 декабря 2016 гг.



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

<sup>1</sup> Российский экономический барометр, декабрь 2016 г. ([http://www.imemo.ru/files/File/magazines/REB\\_month/content/2016/2016\\_12\\_reb\\_month\\_ru.pdf](http://www.imemo.ru/files/File/magazines/REB_month/content/2016/2016_12_reb_month_ru.pdf)).

по полному кругу компаний и с учетом неформальной деятельности, по данным Росстата, перешли в положительную область (составив плюс 0,5%), в целом за январь-сентябрь 2016 г. падение относительно того же периода прошлого года составило 2,3% (табл. 1.1).

**Табл. 1.1. Динамика инвестиций в основной капитал в 2005-2016 гг., прирост год к году, в % (если не указано иное), ранжировано по убыванию прироста в секторах экономики в январе-сентябре 2016 г. (первый столбец)**

	2016- январь- сентябрь, %	2016-1 кв., %	2016-2 кв., %	2016-3 кв., %	2015 в целом, %	2005- 2014 гг. в средне м за год, %	Ранг в 2005- 2014 гг.	Доля в сово- купном объеме в 2016г., %
Экономика в целом, по полному кругу компаний	-2,3	-4,8	-4,0	0,5	-8,4	6,6		
Экономика в целом, без учета малого бизнеса и неформальной деятельности	0,8	-1,5	0,5	3,1	-10,2	2,3		100
рыболовство. рыбоводство	58,7	16,5	111,0	138,8	-36,2	8,6	7	0,1
обработка древесины и производство изделий из дерева	29,7	18,4	38,5	34,6	-3,5	3,2	24	0,6
государственное управление и обеспечение военной безопасности; обязательное социальное обеспечение	28,5	-10,9	29,0	38,7	-12,4	6,2	18	1,5
целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	25,6	34,2	93,4	4,7	-5,6	-0,8	28	1,4
металлургическое производство	17,3	52,5	1,6	15,2	-2,7	0,7	27	2,9
предоставление прочих коммунальных. социальных и персональных услуг	10,9	2	10,9	12,2	-15,3	6,1	20	2,0
сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	10,5	4,2	7,6	12,5	-8,8	8,6	8	3,7
добыча полезных ископаемых в целом	9,9	7,1	0,0	10,4	12,5	6,4	17	27,4
гостиницы и рестораны	6,9	18,1	-3,2	59,5	-61	13,5	2	0,5

здравоохранение и предоставление социальных услуг	4,6	0,9	15,4	9,2	-20,5	3,7	23	1,2
химическое производство	4,3	3,4	5,9	4,5	16,8	10,4	5	3,4
строительство	3,5	-6,8	-6,6	-0,1	-15,5	6,2	19	1,5
операции с недвижимым имуществом. аренда и предоставление услуг	1,8	0,1	21,6	-10,7	-14,3	7,4	12	11,1
производство пищевых продуктов	1,2	-7,5	4,3	3,3	-9,6	1,7	25	2,0
оптовая и розничная торговля	0,0	2,8	7,7	-1,9	6,7	8,3	9	2,8
транспорт и связь	-2,1	-3,9	-4,6	5,7	-8,5	7,4	13	19,5
обрабатывающие производства в целом	-5,0	-5,8	-9,7	1,9	-7,3	6,5	15	18,4
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-7,9	-15,2	-2,3	-10,5	-27,3	9,5	6	7,6
финансовая деятельность	-8,6	-20,1	21,5	5,1	-15,3	6,6	14	1,4
производство транспортных средств и оборудования	-10,1	-11,8	-27,1	19,2	-18,2	11,3	4	1,7
производство нефтепродуктов	-15,8	-29,5	-25,7	2,1	-10,5	17,0	1	4,0
образование	-20,7	-31,9	-15,8	-18,2	-15,8	7,8	10	1,4
производство машин и оборудования	-21,0	-37	-24,9	-14,1	0,5	5,0	22	0,6
производство резиновых и пластмассовых изделий	-24,2	-10,3	-10,7	-40,8	3,2	1,6	26	0,4
производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	-27,1	-41,6	-8,0	-21,9	14,9	6,4	16	0,6
текстильное и швейное производство	-28,5	-46,7	-18,3	-11,4	-41,8	7,7	11	0,1
производство прочих неметаллических минеральных продуктов	-31,2	-30,2	-35,7	-27,7	-37,9	5,6	21	0,6
производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	-57,2	-76,1	-54,0	-6,2	-30	12,4	3	0,01

\* Данные о динамике инвестиций во 2 и 3 кв. 2016 г. без учета МСБ и неформальной деятельности являются нашей оценкой.  
Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

В то же время в сфере инвестиционной активности наблюдаются заметные положительные тенденции. При анализе данных Росстата о динамике инвестиций

в основной капитал по крупным и средним компаниям и без учета неформальной деятельности можно отметить, что в январе-сентябре 2016 г. объемы инвестиций относительно того же периода прошлого года в той или иной степени выросли в 14 секторах экономики, а в 7 секторах прирост характеризуется двузначными цифрами (табл. 1.1). При этом инвестиции в рыболовство и рыбоводство, в целлюлозно-бумажную промышленность и деревообработку, а также в сферу государственного управления выросли темпами от 26% до 57%. В то же время в образовании, как и в инвестиционно-ориентированных секторах экономики в целом, в потребительских отраслях, а также в производстве нефтепродуктов инвестиции в основной капитал снизились также двузначными темпами (от минус 10% в производстве транспортных средств до минус 57% в производстве обуви и изделий из кожи) (табл. 1.1).

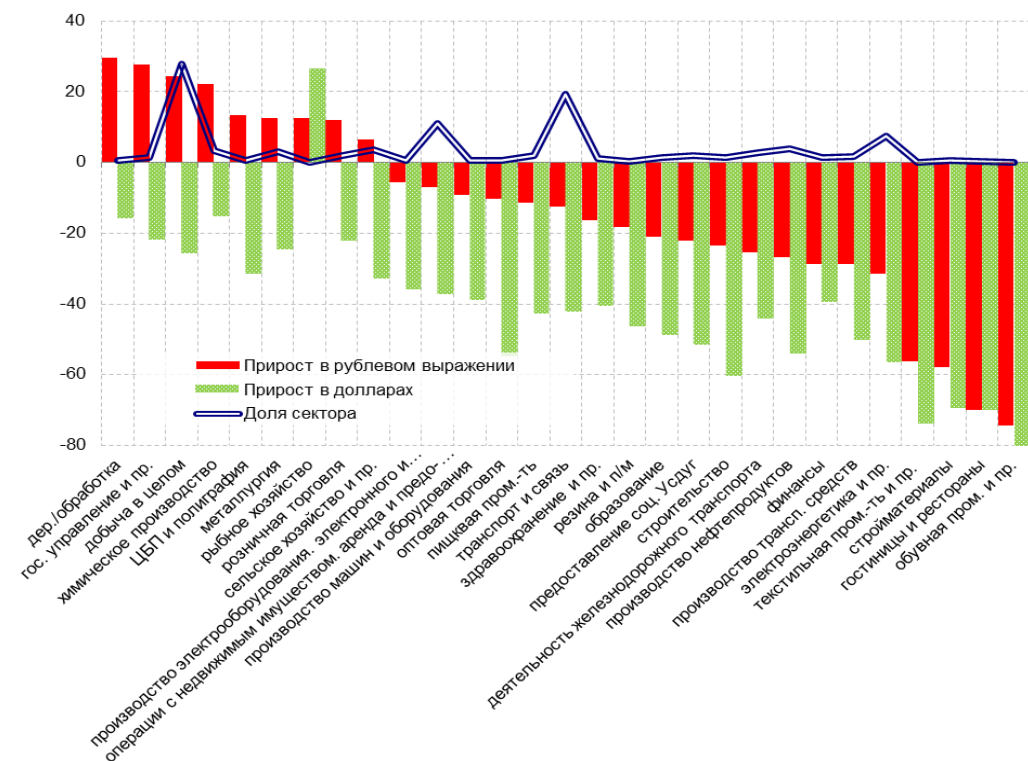
**В целом разнонаправленная отраслевая динамика вылилась в рост объемов инвестиций по крупным и средним компаниям в январе-сентябре 2016 г. относительно того же периода 2015 г. на 0,8%, при этом в третьем квартале темпы прироста, по нашим оценкам, составили уже 3,1%.**

Диаметрально противоположная динамика инвестиций по крупным и средним компаниям и по экономике в целом говорит о плохом положении малого бизнеса, который по-прежнему находится под давлением монопольного ядра экономики, сосредотачивающего у себя и у подконтрольных фирм львиную долю рынка закупок сырья и комплектующих (в том числе для госкомпаний). При этом обсуждаемое экономическими властями участие малого бизнеса в госзакупках относится к небольшому числу компаний и по сути малоэффективно, а новые нетривиальные меры поддержки, предлагаемые специалистами и связанные с поддержкой процесса инноваций, пока не находят признания у регулирующих органов<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> См.: А. Чепуренко (2016), Неудобный клиент: почему госзакупки вредят малому бизнесу (<http://www.rbc.ru/opinions/business/16/12/2016/5853b5b89a79473e25d99c02>)

**Рис. 1.4. Рейтинг секторов по приросту инвестиций в основной капитал в январе-сентябре 2016 г. к январю-сентябрю 2014 г. в реальном выражении и доля сектора в общем объеме инвестиций в 2016 г., %**



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

Небольшое увеличение инвестиций по крупным и средним компаниям в 2016 году относительно того же периода 2015 г. не позволило пока преодолеть негативные последствия текущего кризиса в целом. По сравнению с предкризисным периодом в январе-сентябре текущего года спад инвестиций

наблюдался в 20 секторах, рост же – лишь в 8. Наивысшие темпы роста в реальном (то есть с поправкой на инфляцию) выражении наблюдались (в порядке убывания) в деревообработке, в госуправлении и обеспечении военной безопасности, в добывающей и химической промышленности (рис. 1.4). В долларовом выражении инвестиции в основной капитал сократились практически во всех секторах.

По экономике в целом в январе-сентябре 2016 г. общий объем инвестиций в российскую экономику в реальном выражении относительно того же периода 2014 г. снизился на 6,2%, а в валютном выражении – практически на 40%. На этом фоне и с учетом кратного снижения относительно докризисного периода прямых иностранных инвестиций быстрый и устойчивый выход российской экономики из состояния стагнации выглядит проблематичным.

Говоря о факторах оживления инвестиционной активности, следует сказать, что к концу 2016 года заметно повысился пороговый уровень рентабельности активов, способствующий в нынешних условиях росту инвестиций. По итогам января-сентября он может быть оценен примерно в 7-8% (рис. 1.5), и таким его уровнем не может похвастаться даже добывающая промышленность, а лишь металлургия, химическая и целлюлозно-бумажная промышленность.

Для остальных секторов нехватка доходных инвестиционных проектов – серьезная проблема на пути к инвестиционно-ориентированному росту, к которому так хочет перейти правительство России, уделяя в то же время недостаточно внимания улучшению инвестиционного климата, перестройке судебной системы и защите прав собственности частных инвесторов, берущих на себя зачастую непомерные риски. В новом антикризисном плане на 2017 г. блока мер институционального развития экономики, судя по сообщениям прессы, пока вообще нет, что усиливает и без того высокую неопределенность ситуации.

На динамику инвестиций помимо фактора недостаточно высокой рентабельности активов (неспособной компенсировать высокие институциональные риски и крайне слабую защиту права собственности) влияет и снижающийся приток финансовых ресурсов в экономику. Если прибыль экономики в целом имеет

**Рис. 1.5. Прирост инвестиций в основной капитал год к году и уровень рентабельности активов в промышленных секторах в январе-сентябре 2016 г, в %**



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

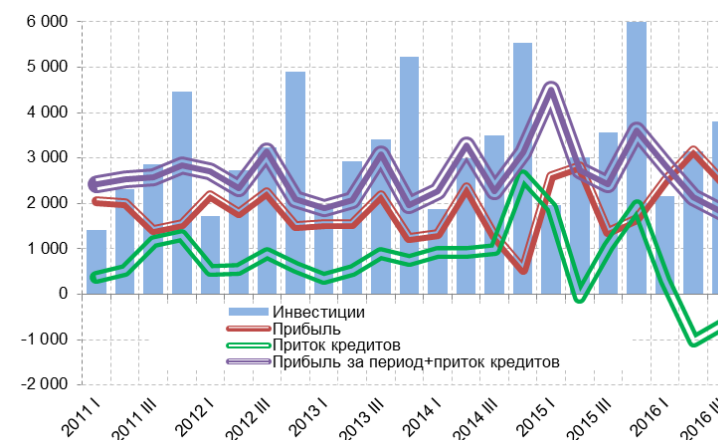


тенденцию к повышению (после роста на 50% в 2015 г. в 2016 году балансовая прибыль экономики выросла еще примерно на 20%), то кредитная активность, наоборот, снижается, то есть в последние месяцы нефинансовый сектор экономики кредитов больше погашает, чем привлекает (рис. 1.6). После снижения объема накопленных кредитов во втором квартале 2016 г. относительно первого квартала на 1200 млрд рублей, в третьем квартале объем кредитов снизился еще на 645 млрд рублей.

Из-за структурных ограничений (высокая доля в экономике сырьевых секторов, монополизм и сильное неравенство доходов) и высоких инфляционных ожиданий, политика Банка России вынужденно останется умеренно жесткой, а краткосрочные и долгосрочные процентные ставки в экономике, хотя и будут планомерно снижаться в номинальном выражении, однако в реальном выражении останутся в ближайшее время в положительной области, на уровне 2-3%. Банк России сейчас расценивает такой уровень как равновесный, то есть обеспечивающий привлекательность банковских депозитов для населения и не допускающий чрезмерного роста уровня долговой нагрузки для предприятий реального сектора. Эту нагрузку трудно обслуживать, и она выше, чем в сопоставимых по уровню развития экономиках, что делает Россию уязвимой при возникновении кризиса на финансовых рынках развивающихся стран.

Такая политика Банка России создаст условия для финансовой стабильности и снижения и удержания инфляции на целевом уровне. Однако при этом годовой темп прироста кредита экономике пока (до очередного пересмотра прогноза в первом квартале 2017 г.) прогнозируется нами на кратно более низком, чем до кризиса, уровне – в размере 7% в 2017 г., 7-7,5% – в 2018-2019 гг. Это является следствием того, что наращивание долговой нагрузки, а с ней производственной и потребительской активности, будет вынужденно сдерживаться монетарными властями в целях сохранения финансовой и ценовой стабильности. При этом, несмотря на сохранение финансовых санкций, мы предполагаем скорое появление новых путей привлечения финансовых средств (за счет незатронутых

Рис. 1.6. Объем инвестиций в основной капитал, балансовой прибыли и прироста кредитов в российской экономике, за текущий квартал, в номинальном выражении, млрд руб.



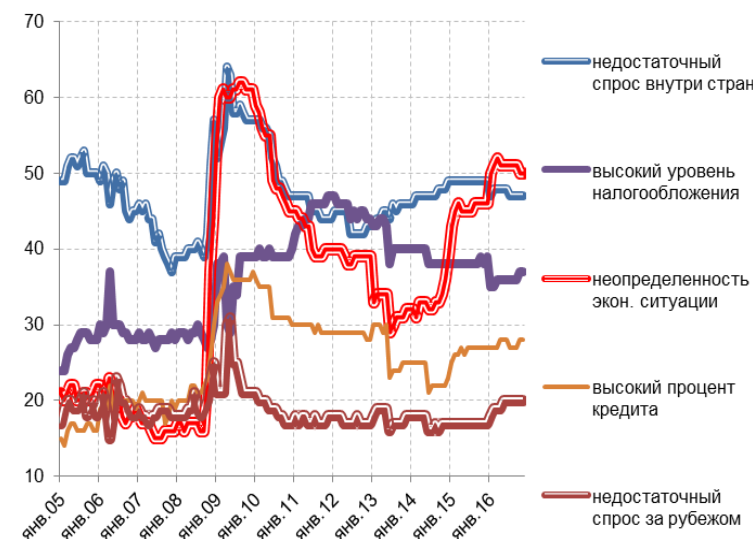
Источник: Росстат, Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

санкциями источников) и возобновление роста инвестиций в основной капитал в реальном выражении, начиная с 2017 г., когда они, по нашим оценкам, вырастут на 1,9% в реальном выражении и далее будут расти примерно на 1,5% в год. Стоит напомнить, что в 2015-2016 гг. годах инвестиции снизятся суммарно примерно на 10%, несмотря на то, что балансовая прибыль экономики в 2015 г. и 2016 г. выросла в годовом выражении по номиналу в рублях на 52% и 20% соответственно. Однако этот прирост прибыли частично был использован на выполнение плановых платежей по внешней задолженности (при невозможности в полной мере ее перекредитовать), а частично находится в резерве у компаний и банков.

**Важным условием возобновления роста и инвестиций, и выпуска является снижение общего уровня экономической неопределенности, которая, судя по опросам Росстата, остается на первом месте среди факторов, ограничивающих экономический рост (рис. 1.7).** При этом волатильность на фондовом рынке (как одно из проявлений неопределенности) в последнее время также начала увеличиваться (рис. 1.3).

Вклад неопределенности в падение ВВП достаточно велик. Он, по нашей предварительной оценке, составляет около трети в совокупном падении экономики, которое оценивается на уровне примерно 7,5% ВВП (с учетом прямых потерь от двухлетней рецессии и косвенного ущерба из-за отклонения экономики от тренда предкризисного роста на уровне 1,5% в год). Уже сейчас целесообразно лечить не симптомы (падение выпуска), а устранять причины неопределенности как в значительной мере психологического феномена. Для этого нужно выявить факторы формирования состояния неопределенности в России в ходе данной конкретной рецессии. Это отдельная задача, но сразу можно сказать, что любая неопределенность (и российская в том числе) возникает на основе шока, что видно даже на графике, где она визуализирована (рис. 1.7). **Поскольку неопределенность – шок, то и ответ на нее со стороны регуляторов должен быть шоковым, то есть позитивным, но резким и неожиданным. Такого рода**

**Рис. 1.7. Динамика основных факторов, ограничивающих экономический рост (доля опрошенных промышленников, указавших на фактор, в %)**



Источник: Росстат, ИСИЭЗ НИУ ВШЭ.

**действий со стороны правительства пока не видно.** Между тем российскими экспертами (в частности, В. Сальниковым) такие меры предлагаются. Это и налоговые супер-каникулы в обмен на инвестиции для новых производств, не имеющих аналогов в России, и меры по масштабированию передового опыта на основе подходов, альтернативных созданию свободных экономических зон, и разного рода управленческие лифты для лидеров<sup>3</sup>.

Кроме того, как показывают специальные исследования, **неопределенность можно использовать для ускорения роста**<sup>4</sup>. **Выявлено несколько механизмов такого ее использования.** В соответствии с первым механизмом положительного влияния неопределенности на рост, правительству для стимулирования инвестиций в условиях неопределенности надо вселить в производителей и инвесторов уверенность в том, что состояние неопределенности рано или поздно пройдет, что катастрофы не будет и что уже сейчас правительство думает о долгосрочном росте. Для этого в условиях сегодняшней России подошел бы скорейший запуск судебной реформы, о чем на недавнем Российском экономическом конгрессе в рамках одного из круглых столов акцентировал внимание сенатор С. Калашников<sup>5</sup>.

В соответствии со вторым, выделяемым в экономической литературе, механизмом положительного влияния неопределенности на рост для повышения склонности к риску в условиях сильной неопределенности необходимо увеличить возможности компаний по быстрому расширению или сжатию выпуска. В связи с этим уже сейчас, на наш взгляд, целесообразна разработка и внедрение мер по обеспечению перетока ресурсов от низко-производительных к высоко-

---

<sup>3</sup> Презентация В. Сальникова к заседанию диспут –клуба АНЦЭА 20 октября 2016 г.: Состояние реального сектора: когда начнется рост? (<http://www.aret.ru/ru/disput/>)

<sup>4</sup> См., например: Bar-Ilan A. and Strange W.C. (1996). Investment Lags //The American Economic Review, Vol. 86, No. 3, pp. 610-622; Abel A.B. (1983). Optimal Investment Under Uncertainty//The American Economic Review, Vol. 73, No. 1, pp. 228-233.

<sup>5</sup> Российский экономический конгресс, 19-23 декабря, 2016г. Круглый стол: Дискуссия о стратегии социально-экономического развития России (<http://www.econorus.org/c2016/plenar.phtml>).

производительным фирмам внутри отраслей экономики за счет запуска процессов т.н. «созидательного разрушения», о чем на том же круглом столе говорил Е. Гурвич<sup>6</sup>. С этим нельзя не согласиться, так как разница в производительности труда внутри отраслей зачастую гораздо больше, чем между отраслями. Ранее в 2016 году мы в нашем обозрении также писали о принципе созидательного разрушения Й. Шумпетера применительно к сегодняшней российской ситуации<sup>7</sup>.

Вообще в современной экономике политика выделения отраслевых приоритетов – то есть мезо-подход (традиционно используемый российскими экономическими властями), как правило, менее востребован, чем микро-подход, то есть политика, направленная на выявление и поддержку лучших компаний (демонстрирующих наибольшие темпы роста производительности труда) во всех без исключения отраслях. Такие компании, как правило, составляют 2-3% фирм всех секторов, они есть и в России<sup>8</sup>, но их целенаправленная поддержка слаба, что, в числе прочего, ведет к консервации статус-кво, а не к структурной перестройке экономики. Для запуска процессов созидательного разрушения важно снизить негибкость рынка труда, повысить мобильность рабочей силы, снять самые жесткие ограничения на увольнения работников (при взятии государством на себя груза переквалификации и переселения работников и их семей в места новой дислокации производств). Напомним, что в соответствии с рейтингом Всемирного экономического форума по степени адаптивности (гибкости) рынка труда Россия уступает даже Казахстану и Азербайджану. Будут ли шаги по снижению неопределенности, которые чрезвычайно экономически выгодны, в должной мере учтены в новом антикризисном плане правительства России? Время покажет.

*Валерий Миронов*

---

<sup>6</sup> Там же

<sup>7</sup> В. Миронов, Где искать источники роста, или диверсификация и рост – близнецы братья? Комментарии о государстве и бизнесе, №117, 1 августа 2016 г., с. 16 ([https://dcenter.hse.ru/data/2016/08/03/1119859024/KGB\\_117.pdf](https://dcenter.hse.ru/data/2016/08/03/1119859024/KGB_117.pdf))

<sup>8</sup> Российский экономический конгресс, 19-23 декабря, 2016г. Сессия 21.14.2. Экономика быстрорастущих компаний (<http://www.econorus.org/c2016/program.phtml?vid=section&eid=452>).