

В заключение отметим, что в 2016 г., несмотря на резкое замедление прироста совокупного регионального долга по сравнению с тремя предыдущими годами, ряд регионов долг существенно увеличил. Относительная величина долга в регионах в 2016 г. коррелировала с образованием нового долга, многие регионы, вероятно, рассчитывают на помощь федерального центра по снижению долговой задолженности. В следующем 2018 г., при отмене нормы о не включении бюджетных кредитов в величину долга, ряд регионов будет вынужден работать в условиях жестких финансовых ограничений. Таким образом, при относительно небольшом соотношении регионального долга и ВВП (2,7% на конец 2016 г.), для отдельных регионов долг по-прежнему представляет серьезную проблему.

Андрей Чернявский

Реальный сектор

8. Инвестиции, институты и экономический рост

Несмотря на оптимизм части российских чиновников высокого ранга, ситуацию в российской экономике следует характеризовать как стагнацию, а не оживление. Об этом говорят и опросы, и динамика инвестиций, и поведение фондового рынка. В такой ситуации меры среднесрочного и долгосрочного плана, направленные на поддержание экономического роста за счет совершенствования институтов и повышения их инклюзивности, должны предваряться мерами по его первичному оживлению. Эти меры должны быть направлены на подавление факторов, наиболее сильно ограничивающих текущие темпы роста. Необходимо радикальное и быстрое снижение неопределенности, а также снятие всех барьеров для межотраслевого перелива факторов производства. Иначе просто нечего будет поддерживать.

В последнее время правительственные чиновники весьма оптимистичны в оценке экономической ситуации и часто говорят о возобновлении экономического роста в России как о свершившемся факте. В соответствии с этим, меры поддержки

российской экономики, которые должны обеспечить в среднесрочной перспективе опережение ею темпов роста мировой, видимо, будут нацелены на поддержание уже сложившегося ускорения, а не на выход из рецессии или стагнации. Это видно из общей характеристики мер, которые, судя по цитированию в прессе руководителей Минэкономразвития, готовятся к маю – привлечение и подготовка рабочей силы, стимулирование инвестиционной активности, поддержка несырьевого экспорта. Несколько выбивается из этого списка мер рост производительности труда, увеличение которой, по идее, должно являться итогом всех принятых мер, но, видимо, имеется в виду целевая программа правительства по ее повышению.

Нам представляется, что дела обстоят иначе, чем видится правительственным оптимистам: что устойчивого оживления экономики пока нет и что прежде, чем говорить о мерах по поддержанию экономического роста, необходимо придать импульс его оживлению и выходу экономики из стагнации. При отсутствии специально принимаемых мер стагнация может затянуться очень надолго. Это сделает трудно реализуемыми обсуждаемые меры долгосрочного характера, включающие, помимо описанных выше, судебную реформу и другие шаги по совершенствованию институтов, с целью придания имной инклузивности, антикоррупционной направленности и обеспечения открытого (не дискриминационного) доступа к факторам производства и результатам экономического развития. Говоря это, мы имеем ввиду описываемую в экономической литературе необходимость различать, с одной стороны, факторы экономической политики, стимулирующие рост, а с другой стороны, факторы его поддерживающие, или, как их еще называют, факторы первичной и окончательной каузальности⁶. Например, повышение качества институтов в сторону усиления их инклузивности (снижение коррупции и улучшение бизнес-климата и т.д.) – это фактор скорее поддержания экономического роста, так как

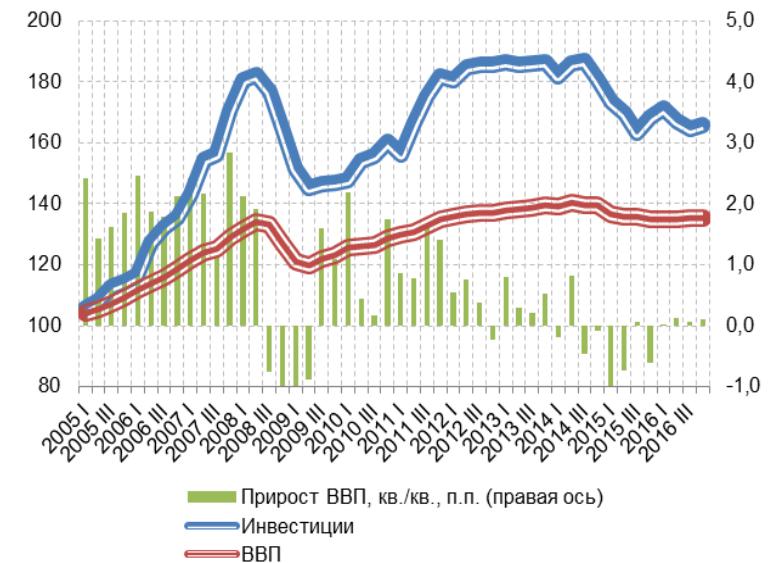
⁶ См., например: Maddison, A. 1991. «Dynamic Forces in Capitalist Development». Oxford, UK: Oxford University Press; Rodrik, D. 2003. «Growth Strategies.». Cambridge, MA: Kennedy School of Government, Harvard University.

эмпирически наблюдалось много случаев, когда при более-менее стабильных институтах рост в странах то ускорялся, то замедлялся (при этом также вне зависимости от бизнес-цикла).

Рассмотрим текущую ситуацию с точки зрения различия факторов первичного инициирования и поддержки роста подробнее. По нашим оценкам, **ВВП во 2-4 кварталах 2016 г. действительно рос, но настолько незначительно (около 0,1% прироста в каждом из кварталов – рис. 8.1), что такую ситуацию нельзя считать оживлением, а лучше считать стагнацией.** Это становится особенно очевидным, если учесть, что в январе-феврале 2017 года темпы роста базовых секторов экономики, по нашей предварительной оценке, снова ушли в минус, составив на конец февраля около минус 0,7% со снятой сезонностью к декабрю 2016 г. Не говорит о выходе экономики из стагнации, угрожающей второй волной рецессии, и динамика российских фондовых индексов. По состоянию на 9 апреля 2017 г. долларовый индекс РТС был ниже уровня конца 2016 г. на 3,4%, а рублевый индекс ММВБ – на 9,5% (рис. 8.2). При этом схожим образом вели себя и большинство отраслевых индексов (за исключением увеличивающих свою капитализацию предприятий химической промышленности и, в меньшей степени, предприятий машиностроения и телекоммуникаций).

Не поддерживают версию о возобновлении экономического роста данные Росстата о снижении товарно-материальных запасов в экономике в 4-ом квартале 2016 г., что может говорить о снижении оптимизма, а также динамика инвестиций в основной капитал. Хотя в целом по итогам 2016 г. темпы их падения замедлились примерно в 10 раз по сравнению с 2015 г., составив минус 0,9% по полному кругу компаний и 1,2% по крупным и средним компаниям (табл. 8.1), однако анализ внутригодовой поквартальной динамики показывает, что признаки возобновления роста инвестиционной активности в третьем квартале 2016 г., когда рост инвестиций относительно того же периода прошлого года по крупным и средним компаниям превысил 3%, оказались миражом – в четвертом квартале 2016 г. падение возобновилось, составив минус 0,6% год к году (табл. 8.1). Среди

Рис. 8.1. Динамика ВВП и инвестиций в основной капитал в реальном выражении в 2005-2016 гг., 2004 г. в среднем = 100%, сезонность устранена



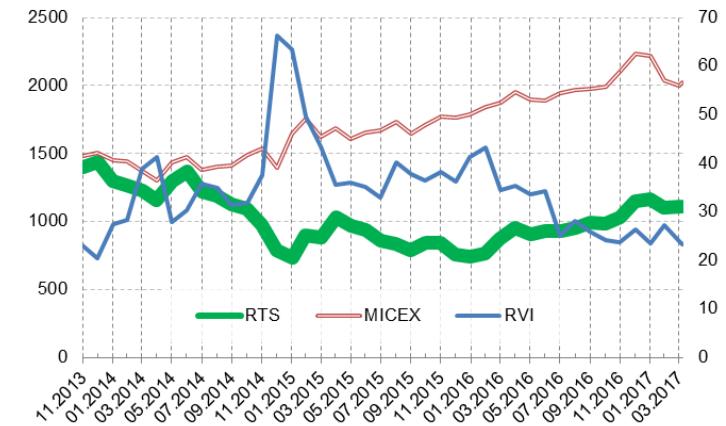
Источник: CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

секторов-аутсайдеров по динамике инвестиций в 2016 г. были, в числе прочих, почти все отрасли, ориентированные на производство инвестиционных товаров и услуг – производители машиностроительной продукции и стройматериалов, где темпы падения составили от минус 15% – в автопроме, до минус 35% – у производителей машин и оборудования (табл. 8.1). То же можно сказать об инвестициях в сектора, обеспечивающие акумуляцию человеческого капитала – инвестиции в переоснащение здравоохранения и образования упали в 2016 г. на 9% и 23% соответственно (табл. 8.1). При этом образование было одним из немногих секторов, где в 2016 г. падение инвестиций было сильнее, чем в 2015 г., приобретя характер инвестиционной катастрофы (наряду с производством стройматериалов, кокса и нефтепродуктов, кожаных изделий и обуви). Хотя отчетных данных о динамике инвестиций в начале 2017 г. Росстатом пока не опубликовано, однако за исключением роста инвестиционного импорта, который происходит на фоне укрепления рубля, других косвенных признаков их оживления пока нет. При этом само по себе укрепление рубля, в конечном счете, не сможет эффективно простимулировать спрос на инвестиции, так как подрывает ценовую конкурентоспособность российских товаров.

Таблица 8.1. 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 2016 г. (первый столбец)

	2016 в це- лом	2016 -1 кв.	2016 -2 кв.	2016-3 кв.	2016 – 4 кв. целом	2015 – 2014 в целом	2005-2014 гг. в среднем за год	Доля в сово- купном объеме инвес- тиций в 2016г., %
Экономика в целом, по полному кругу компаний	-0,9	-1,2	-1,5	0,5	-1,3	-10,1	6,6	
Экономика в целом, без учета МСБ и неформальной деятельности	-1,2	-1,5	1,6	3,2	-0,6	-10,2	2,3	100

Рис. 8.2. Динамика российских фондовых индексов и индекса волатильности RVI (на конец периода, правая ось): январь 1999 – 9 апреля 2017 гг.



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

оптовая торговля	27,8	-8,7	-16,0	-15,9	-15,4	-2	1,3	1,0
целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	20,1	34,2	95,6	4,9	23,4	-9	-0,8	0,5
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	15,5	7,9	1,6	14,8	-3,0	2,1	6,3	22,7
металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	13,1	52,5	2,7	15,4	26,8	-3,3	0,7	2,7
сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	10,6	4,2	8,8	12,7	32,1	-11,9	8,6	3,6
государственное управление и обеспечение военной безопасности; обязательное социальное обеспечение	10	-10,9	30,5	38,9	10,9	-12,3	6,2	2,3
химическое производство	8,3	3,4	7,1	4,6	27,2	15	10,4	3,4
финансовая деятельность	7,4	-20,1	22,8	5,2	53,2	1,1	6,8	1,7
строительство	3,5	-6,8	-5,6	0,1	-0,7	-22,3	6,2	1,5
гостиницы и рестораны	0,9	18,1	-2,1	59,8	31,1	-22	13,5	0,5
рыболовство. рыбоводство	0	16,5	113,4	139,2	-10,5	-21,2	8,6	0,1
транспорт и связь	-0,3	-3,9	-3,6	5,9	10,8	-24,6	7,4	21,7
в т.ч. связь	-1,9	-0,6	4,8	-4,0	10,5	-13,1	2,0	3,4
розничная торговля	-2,4	7,4	46,7	-2,0	-16,1	-16,5	15,4	1,7
добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических	-5,6	-4,8	-3,5	-24,8	4,0	0,9	6,4	1,8
обработка древесины и производство изделий из дерева	-6	18,4	40,0	34,8	-6,2	2,7	3,2	0,5
здравоохранение	-8,9	0,9	16,7	9,3	-16,4	-21	3,7	1,5
предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг	-9,2	2	12,1	12,4	-5,9	-12,8	6,1	2,3
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-11,2	-15,2	-1,2	-10,4	-1,5	-26,1	9,5	8,1
операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	-11,3	0,1	23,0	-10,6	-8,6	6,5	7,4	10,4
производство пищевых продуктов	-11,4	-7,5	5,5	3,5	-25,0	-15,4	1,7	1,9

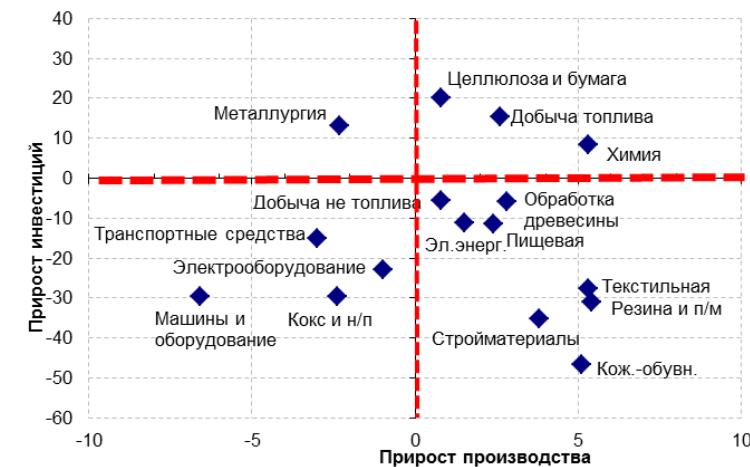
обрабатывающие производства в целом	-11,8	-5,8	-8,6	2,1	-13,5	-9,4	6,5	16,8
производство транспортных средств и оборудования	-15,1	-11,8	-26,3	19,4	-11,6	-19,2	11,3	1,7
образование	-22,6	-31,9	-14,9	-18,1	-11,7	-13	7,8	1,8
производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	-22,9	-41,6	-7,0	-21,8	-1,1	12,5	6,4	0,6
текстильное и швейное производство	-27,8	-46,7	-17,3	-11,2	-28,5	-50,2	7,7	0,1
производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов	-29,6	-29,5	-24,8	2,3	-51,5	-13,7	17,0	3,2
производство стройматериалов	-29,7	-30,2	-35,0	-27,6	-18,5	-33,8	5,6	0,6
производство резиновых и пластмассовых изделий	-31,1	-10,3	-9,7	-40,7	-32,8	4,5	1,6	0,3
производство машин и оборудования	-35,2	-37	-24,1	-14,0	-34,6	-5,2	5,0	0,6
производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	-46,8	-76,1	-53,5	-6,0	-52,3	-32,7	12,4	0,0

*Данные о динамике инвестиций во 2 и-4 кв. 2016 г. без учета МСБ и неформальной деятельности являются нашей оценкой.

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

В условиях особой важности, на фоне обвального снижения притока валюты в экономику, модернизации производства для экспансии на внешние рынки, к очагам роста можно, по большому счету, относить лишь сектора экономики, где растет и выпуск, и инвестиции. Последние позволяют повысить пока низкое в целом качество продукции, что необходимо для выхода на новые рынки. Но к таким в 2016 г. в составе промышленности можно было отнести лишь целлюлозно-бумажную промышленность и полиграфию, добывчиков топлива и предприятия химической промышленности, которые суммарно производят лишь около 35% добавленной стоимости промышленности. Отсюда следует, что **почти две трети секторов демонстрируют неудовлетворительную динамику, а три машиностроительных сектора и производители нефтепродуктов сокращали в 2016 г. и выпуск, и инвестиции в основной капитал** (рис. 8.3).

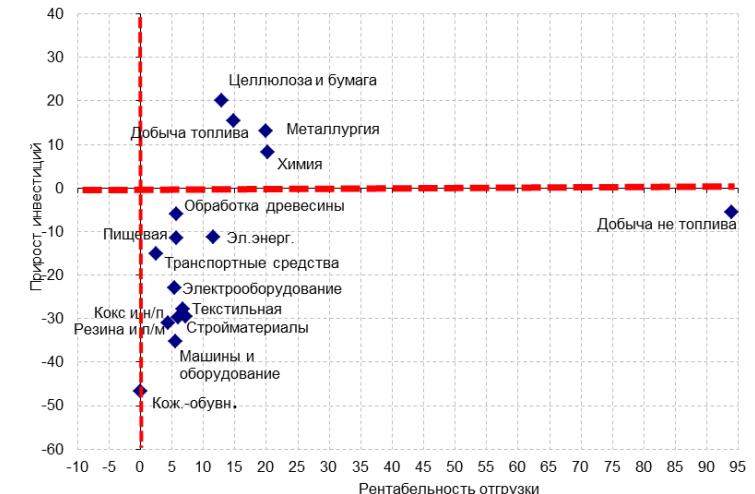
Рис. 8.3. Прирост инвестиций в основной капитал и выпуска в секторах промышленности в январе-декабре 2016 г., к тому же периоду предыдущего года, %



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

На данном этапе рост инвестиций происходит лишь в секторах, где рентабельность отгрузки на уровне или выше 10%. К ним в 2016 г. относились лишь пять чрезвычайно прибыльных сырьевых секторов: предприятия химико-лесного комплекса, металлургия и добыча полезных ископаемых (рис. 8.4). Это говорит о чрезвычайно сильной степени самофинансирования инвестиций, что является вынужденной реакцией предприятий в условиях, с одной стороны, ограничений на приток капитала из-за рубежа, а с другой стороны, вынужденно жесткой денежно-кредитной политики Банка России. Анализ объемов инвестиций, внутренних источников их финансирования и склонности предприятий вкладывать в модернизацию (а не сберегать) имеющиеся финансовые ресурсы, показывает, что **основной причиной замедления инвестиционной динамики является не снижение психологической склонности к инвестированию, а фактор сжатия финансового баланса предприятий**. Хотя балансовая прибыль экономики в 2016 г. увеличилась на 3 184 млрд рублей, а объем инвестиций в основной капитал в экономике в целом в 2016 г. вырос лишь на 743 млрд рублей, однако при этом совокупный приток денег в экономику за счет полученной прибыли и изменения объема аккумулированных кредитов (своего рода кэш-флоу) сократился на 3 185 млрд рублей. Это связано со снижением совокупного объема выданных кредитов в экономике в 2016 г. на 3 148 млрд рублей (табл. 8.2). Правда, такое снижение связано в основном с сокращением в рублевом выражении объема валютных кредитов (а объем выданных рублевых кредитов в 2016 г. даже несколько вырос – на 526 млрд рублей), однако снижение рублевой массы выданных кредитов означает уменьшение «покупательной способности» предприятий на рынке инвестиционных товаров. Снижение объема кредитной массы может быть следствием и снижения потребности в кредитах (из-за ухудшения перспектив экономики), и их удорожания (из-за роста нормы ссудного процента) – выяснение этого является темой отдельного разговора, однако в любом случае можно сказать, что соотношение объема инвестиций и совокупного притока денег в нефинансовый сектор экономики в рублевом выражении выросло со 120% в 2015 г.

Рис. 8.4. Прирост инвестиций в основной капитал год к году и уровень рентабельности отгрузки в промышленных секторах в январе-декабре 2016 г, в %



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

до 179% – в 2016 г., что означает, что склонность бизнеса к инвестированию из кэш-флоу в российской экономике в 2016 г. заметно выросла несмотря на кризис. А это говорит о том, что бизнес еще не потерял надежд на улучшение экономической ситуации в обозримой перспективе, и власти не должны обмануть этих его ожиданий.

**Табл. 8.2. Объемы инвестиций в основной капитал по экономике в целом и некоторые внутренние источники их финансирования, в текущих ценах, млрд руб.
(если не указано иное)**

Год/показатель	2012	2013	2014	2015	2016
1 Сумма прироста объема выданных кредитов небанковскому сектору и балансовой прибыли экономики за год ("кэш-флоу") (стр.4+стр.5)	12330	11529	14128	11625	8440
2 То же, изменение к предыдущему году	85	-801	2599	-2503	-3185
3 Кредиты реальному сектору (рублевые и валютные) на конец года (к.г.)	28239	33272	41899	45121	41973
4 Прирост объема выданных кредитов (рублевых и валютных) реальному сектору на к. г., за год	4605	5034	8627	3221	-3148
5 Балансовая прибыль экономики за год	7725	6495	5501	8404	11588
6 То же, изменение к предыдущему году	704	-1230	-994	2903	3184
7 Инвестиции в основной капитал за год	12586	13450	13903	13897	14640
8 То же, изменение к предыдущему году	1550	864	452	-5	743
9 Склонность к инвестированию из "кэш-флоу" (в широком смысле слова) (стр. 7/ стр.1*100)	102%	117%	98%	120%	173%
10 Склонность к инвестированию из балансовой прибыли (в узком смысле слова)(стр.7/стр. 5*100)	163%	207%	253%	165%	126%

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

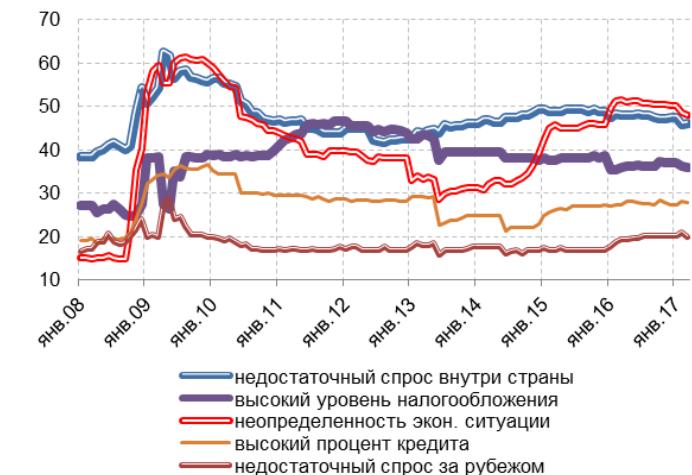
Что же все-таки может придать первичный импульс экономическому росту в нынешних условиях, если на время абстрагироваться от необходимости

выработки мер по его дальнейшему поддержанию? Для ответа стоит, в частности, обратиться к анализу опросов Росстата о факторах, ограничивающих, по мнению предпринимателей, экономический рост.

Нам видится, что наблюдающееся с января 2017 г. резкое сокращение значимости основных факторов, ограничивающих экономический рост (о чем мы писали в предыдущем выпуске данного обозрения), может быть связано с недавним изменением Росстатом панели опрашиваемых предприятий. Для снятия возникающих при этом сдвигов, на наш взгляд, имеет смысл скорректировать динамику показателей за счет учета февральских изменений относительно декабря 2016 г. (при исключении январских данных). Результат такого рода корректировки, представленный на рис. 8.5., говорит о том, что сильного снижения ограничений роста пока не произошло, а на первом месте по-прежнему находится фактор неопределенности экономической ситуации при немного уступающем ему факторе недостаточного спроса внутри страны. Поэтому **снижение воздействия на производителей шокового роста неопределенности за счет поиска мер обратного (позитивного) шока для стимулирования производственной, инвестиционной и потребительской активности остается крайне актуальной задачей**. Уровень доверия к экономической политике и оптимизма во взгляде на будущее должен быть тем или иным образом повышен.

Кроме того, говоря о придании первичного импульса к росту, важно иметь в виду, что, учитывая мировой опыт, такого рода рост – это **рывок, а не стабильный процесс перехода от стадии к стадии, это процесс исчезновения одних секторов и видов экономической активности и возникновения других. Это процесс созидающего разрушения**. Используя образное сравнение одного известного экономиста, такого рода рост – это не длительное ожидание прироста поголовья скота в животноводстве, а скорее появление грибов после дождя⁷.

Рис. 8.5. Динамика основных факторов, ограничивающих экономический рост, скорректированная на изменение панели (доля опрошенных промышленников, указавших на фактор, в %)



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

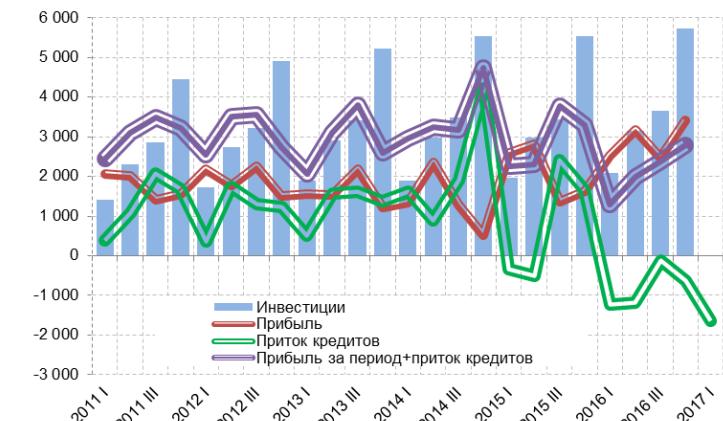
⁷ Арнольд Харбергер в одной из работ проводит различия между «“yeast” and “mushrooms” views of economic growth» (Harberger, A. C. 1998. A Vision of the Growth Process. American Economic Review 88 (1): 1–31.).

Стимулирование процессов созидающего разрушения за счет быстрого устранения бюрократических барьеров к росту, наряду со снижением неопределенности за счет улучшения судебной системы и резкого уменьшения, таким образом, неоправданного давления на успешный бизнес, также позволит инициировать первичный импульс к росту.

При этом важно создание условия для модернизации производства за счет устойчивого оживления инвестиций, снижение которых, как известно, началось еще до нынешнего кризиса. Как было показано выше, психологически предприятия все еще готовы инвестировать, склонность к инвестированию в широком смысле слова растет, однако банки свою поддержку инвестиционного процесса снижают. Российские банки делают это в силу сокращения спроса компаний на кредит на фоне высокой ключевой ставки и относительно низкой рентабельности большинства секторов экономики на внутреннем рынке (рис. 8.4), а зарубежные – в силу финансовых санкций. При этом, как видно на рис. 8.6, в начале 2017 г. процесс снижения притока кредитов в экономику продолжился – их накопленный объем снизился у реального сектора экономики в первые два месяца года, по нашей оценке, еще примерно на 1 600 млрд руб.

Одной из причин нахождения ключевой ставки на высоком уровне в размере плюс 2-3% к инфляционным ожиданиям Банк России в последних Основных направлениях денежно-кредитной политики называл высокую закредитованность ряда секторов реального сектора экономики относительно других развивающихся рынков. Снижение объемов кредитной задолженности реального сектора российской экономики, по всей видимости, уже привело к уменьшению долговой нагрузки реального сектора ниже опасного бенч-марка, что позволяет вернуться к вопросу смягчения денежно-кредитной политики. При этом в своих прошлогодних прогнозах российские регуляторы надеялись на то, что в этом году начнется приток длинных денег с международных рынков, не затронутых санкциями. Мы ждем конкретных результатов работы российских правительственные структур в этом направлении, что также должно позволить снизить напряженность

Рис. 8.6. Объем инвестиций в основной капитал, балансовой прибыли и прироста кредитов небанковскому сектору в российской экономике, за текущий квартал, в nominalном выражении, млрд руб.



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

финансовых балансов компаний и банков и придать реальный позитивный импульс экономическому росту. В связи с этим имеет смысл продолжить уже начатое недавно Банком России снижение ключевой ставки и смягчение денежной политики при сохранении ее антиинфляционной направленности за счет мер, альтернативных поддержанию высокой ключевой ставки.

Валерий Миронов, Людмила Коновалова