

выше 80%) оказались шесть регионов: Белгородская, Челябинская и Новосибирская области, Республики Карелия, Ингушетия и Чувашия.

В целом, глубина и территориальная «распространенность» спада в январе заметно сократилась. Однако вопрос о том, насколько это улучшение устойчиво, пока остается открытым.

Сергей Смирнов

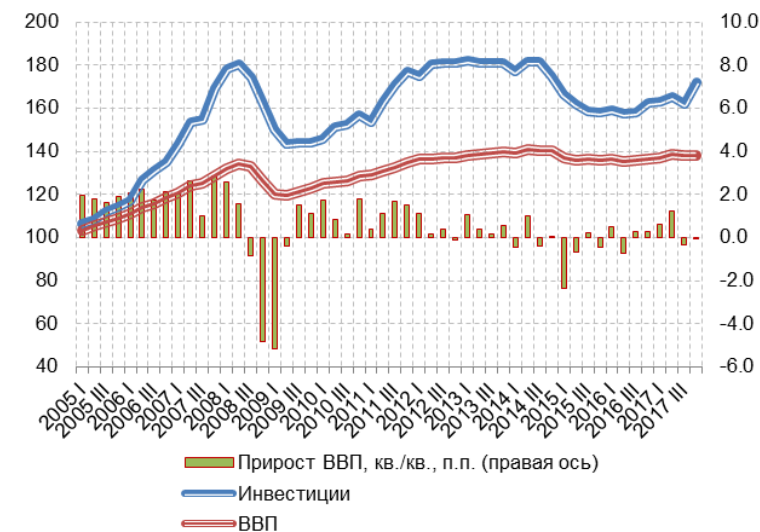
## Реальный сектор

### 3. Инвестиции и экономический рост: что первично?

*В 2017 г. рост инвестиций в основной капитал составил 4,2%. Эти темпы не обеспечивают увеличения доли инвестиций в ВВП до 2025 г. до 25%, что в поручениях президента В. Путина предлагается осуществить Правительству совместно с Центральным Банком. Однако, как показывает мировой опыт, зачастую рост инвестиций является не только предпосылкой, но и следствием экономического роста. Поэтому ускорение инвестиций – это важная задача, но столь же важно найти факторы, которые могут стимулировать экономический рост и в то же время не связаны напрямую с инвестиционной активностью.*

По данным Росстата, в январе-декабре 2017 г. прирост инвестиций в основной капитал по полному кругу компаний и с учетом неформальной деятельности составил 4,2% относительно того же периода прошлого года (после падения на 0,2% в 2016 г.). При этом рост был неравномерным: в первом квартале 2017 г. он составил 1,4% год к году, во втором квартале – плюс 5,0%, в третьем – плюс 2,2%, а в четвертом – плюс 6,4%. В целом и статистика Росстата, и наши оценки поквартальной инвестиционной динамики со снятой сезонностью говорят об ускорении роста инвестиционной активности, идущем с начала прошлого года и

**Рис. 3.1. Динамика ВВП и инвестиций в основной капитал в реальном выражении в 2005–2017 гг., 2004 г. в среднем = 100%, сезонность устранена**



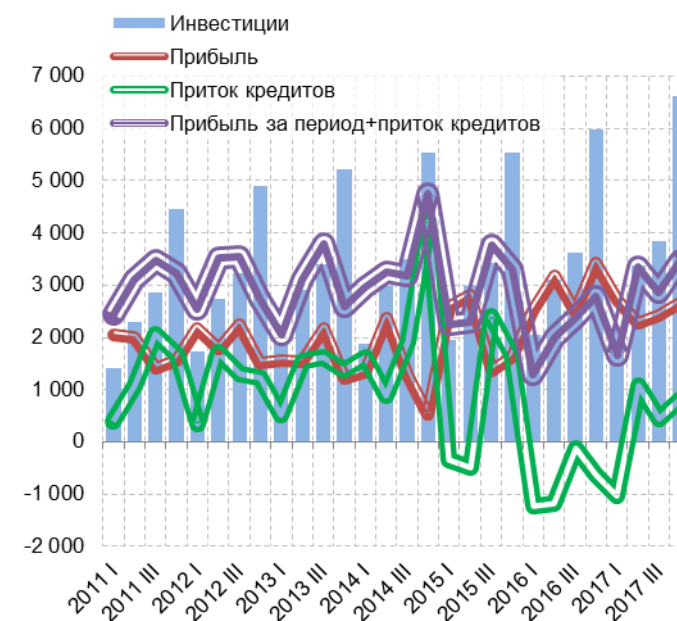
Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

**немного застопорившемся во втором квартале** (рис. 3.1). При этом, хотя ранее досчеты были велики, и оцениваемые темпы прироста за пределами прямой отчетности крупного и среднего бизнеса превышали данные по прямой отчетности в несколько раз, итоговая оценка роста инвестиций за 2017 г., с одной стороны, по полному кругу компаний, а с другой стороны – без учета малого бизнеса и объема инвестиций, не наблюдаемых прямыми статистическими методами, отличаются мало: 4,4 и 4,2% соответственно. Отсюда следует, что в 2017 г. темпы прироста ненаблюдаемой напрямую активности не превысили 5% (при том, что инвестиционные вложения в малый бизнес и не наблюдаемые прямыми статистическими методами составили около 25% всех инвестиций).

Тем не менее, **наша оценка инвестиционного всплеска 2017 г. как все еще предельно хрупкого и неустойчивого в связи с разнонаправленной динамикой источников финансирования инвестиций и ростом рисков<sup>1</sup>, в целом, остается в силе**, несмотря на наметившееся со второй половины прошлого года наращивание поддержки инвестиционного процесса со стороны банков. Так, прирост накопленного объема банковских кредитов нефинансовому сектору в четвертом квартале увеличился в номинальном выражении более чем на 800 млрд рублей при том, что в третьем квартале этот показатель не дотянул и до 450-миллиардного прироста (рис. 3.2). При этом, хотя объем балансовой прибыли экономики и вырос за тот же период почти на 240 млрд рублей по номиналу, однако начал падать относительно того же периода прошлого года (упав на 22% в четвертом квартале и на 7,8% по итогам года в целом) (рис. 3.2).

В поручениях президента В. Путина для реализации Послания Федеральному Собранию Правительству совместно с Центральным Банком предлагается разработать меры для увеличения доли инвестиций в ВВП до 2025 г. до 25%<sup>2</sup>. Возникает вопрос, что для этого нужно? В 2016 г. доля валового накопления

**Рис. 3.2. Объем инвестиций в основной капитал, балансовой прибыли и прироста кредитов в российской экономике (поквартально), в номинальном выражении, млрд руб.**



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

<sup>1</sup> См. «Комментарии о государстве и бизнесе» №№ 139, 146.

<sup>2</sup> <http://kremlin.ru/events/president/news/57078>

основного капитала в ВВП составила 20,7%, в среднем за три квартала 2017 г. – 18,3%. Если условно исходить из доли валового накопления в ВВП в 21% ВВП (с учетом хорошего четвертого квартала 2017 г.), то при росте российского ВВП, положим, на 3,8% в год (опережая на 0,3 п.п. темпы роста мировой экономики, которые можно оценить в 3,5%), **для выхода по итогам 2025 г. на уровень 25% от ВВП инвестиции должны расти значительно более высокими темпами, нежели в 2017 г. – по нашим оценкам, примерно на 6 % в год.** Ниже будет дан инерционный трехлетний прогноз динамики инвестиций, рассчитанный исходя из эконометрической модели, – забегая вперед, отметим, что, согласно прогнозу, темпы роста инвестиций реально вырастут, но всё равно будут недостаточно высокими для решения задачи, поставленной президентом. Конечно, при росте российского ВВП темпами меньше 3,5% в год задача повышения доли инвестиций в ВВП облегчается, так при росте ВВП в 2% ежегодно инвестициям будет достаточно расти темпами 2017 г. – на 4,2% в год. Однако мы исходим из того, что ускорение роста до темпов выше среднемировых, которое также входит в перечень поручений президента, в данном случае первично.

Насколько реально обеспечение роста инвестиций темпами не ниже 6%? Рассмотрим ситуацию с инвестициями подробнее. Прежде всего отметим, что в отраслевом разрезе рост был крайне неоднородным, у него были свои локомотивы и свои тормоза. По сравнению с оценкой за первые три квартала 2017 г.<sup>3</sup>, по итогам которых наблюдалась фактическая стагнация инвестиций в добывающей промышленности, сейчас эта отрасль отыгрывает свои позиции: так, прирост инвестиций в добыче нефти и газа в целом за год составил +13,4%. Следует отметить также ее высокий вклад в прирост инвестиций по экономике в целом: 2,2 п.п.

А вот обрабатывающей промышленности снова нечем порадовать. Объем вложений в обрабатывающую промышленность в 2017 г. был ненамного больше,

---

<sup>3</sup> Подробнее см. «Комментарии о государстве и бизнесе» № 146.

чем инвестиции в одну только добычу нефти и газа (1921 и 1873 млрд руб. соответственно; в целом же в добывающую промышленность вложено 3025,5 млрд руб.) (табл. 3.1). Обрабатывающие производства в целом вносят отрицательный вклад в рост инвестиций. Наиболее неблагоприятная ситуация сложилась в металлургии – инвестиции в неё в 2017 г. снизились на 16,7% относительно 2016 г. Кризис в металлургии – явление в наши дни общемировое, в отрасли очевидная недогрузка производственных мощностей, малая рентабельность и стагнация потребления. Проблемы по итогам года обнаружили и в инвестициях в производство автотранспортных средств, где снижение объема инвестиций по итогам года составило 11,6%.

Есть, однако же, **в обрабатывающих видах деятельности свои лидеры – это производители лекарств, нефтепродуктов и некоторых видов машиностроительной продукции.** Вложения в производство лекарств уже давно держатся на довольно высоком уровне. Хорошо обстоят дела у производства кокса и нефтепродуктов (отрасли, непосредственно связанной с добычей сырья) и у производства электронных и электрических изделий (даёт о себе знать всеобщая компьютеризация, а также потребности оборонной отрасли). Что же касается коммунальных служб – спад инвестиций в них и отрицательный вклад этого сектора в общий рост инвестиций стал делом привычным. Это непривлекательные ВЭДы для инвесторов, стратегии их привлечения только разрабатываются. А вот транспортировка и хранение остаются хорошо инвестируемыми отраслями, в силу перспективности вложений в железнодорожный и трубопроводный транспорт. В секторе услуг наибольший вклад в рост инвестиций вносит страховая и финансовая деятельность.

**Таблица 3.1. Вклады различных видов экономической деятельности (без учета неформальной деятельности и малого бизнеса) в прирост инвестиций в основной капитал в реальном выражении в 2017 г. относительно прошлого года**

Наименование	Рост в %	Сумма в миллиардах рублей	Доля в совокупном объеме, %	Вклад в прирост, п.п.	Склонность к инвестированию из прибыли (инвестиции / балансовая прибыль)*100%
Всего	4,2	12025,6	100,0		127,7
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	1,3	412,5	3,4	0,04	153,0
Добыча полезных ископаемых	8,6	3025,5	25,2	2,16	126,9
Из неё: добыча сырой нефти и природного газа	13,4	1872,6	15,6	2,09	127,6
Обрабатывающие производства	-0,8	1921,2	16,0	-0,13	71,1
Производство пищевых продуктов (укр).	-2,3	221,3	1,8	-0,04	76,8
Производство одежды (укр)	27,9	10,0	0,1	0,02	51,5
Обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели, производство изделий из соломки и материалов для плетения	5,5	64,9	0,5	0,03	705,4
Производство бумаги, полиграфия	15,0	66,0	0,5	0,08	74,5
Производство кокса и нефтепродуктов	3,7	381,2	3,2	0,12	63,3
Химия и фармакология	6,1	426,3	3,5	0,22	127,6
Производство резиновых и пластмассовых изделий (укр.)	6,9	36,2	0,3	0,02	98,9

Стройматериалы	-17,8	50,8	0,4	-0,07	101,2
Производство металлургическое (укр.)	-16,7	334,1	2,8	-0,46	36,8
Производство электронных изделий (укр.)	17,6	80,3	0,7	0,12	56,7
Производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	13,5	52,3	0,4	0,06	134,4
Производство автотранспортных средств (укр.)	-5,2	170,9	1,4	-0,07	115,2
Производство мебели (укр.)	5,8	7,9	0,1	0,00	192,7
Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	-4,1	820,0	6,8	-0,28	144,6
Водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	-11,6	120,0	1,0	-0,12	504,2
Строительство	-3,7	281,7	2,3	-0,09	323,4
Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	-9,7	358,5	3,0	-0,29	27,4
Транспортировка и хранение	8,8	2177,8	18,1	1,59	222,0
Ж/д транспорт (укр.)	9,2	237,2	2,0	0,18	134,9
Деятельность трубопроводного транспорта	12,1	724,8	6,0	0,73	220,4
Складское хозяйство и вспомогательная транспортная деятельность	2,1	903,7	7,5	0,16	246,0

Деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	-25,6	42,7	0,4	-0,09	239,9
Деятельность в области информации и связи	-1,5	432,4	3,6	-0,05	128,6
Деятельность финансовая и страховая	63,4	315,3	2,6	1,66	174,8
Деятельность по операциям с недвижимым имуществом	-4,1	803,1	6,7	-0,27	725,5
Деятельность профессиональная, научная и техническая	-1,0	355,0	3,0	-0,03	99,3
Деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	1,0	62,4	0,5	0,01	158,0
Государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение	-4,5	260,8	2,2	-0,10	1917,6
Образование	-6,3	214,5	1,8	-0,11	5107,1
Деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	12,7	194,7	1,6	0,21	807,9
Деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений	34,0	219,7	1,8	0,62	12923,5

*Примечание.* «Укр.» означает укрупнённую позицию (например, «Производство пищевых продуктов» объединено с производством напитков и табачных изделий в новой классификации Росстата ОКВЭД 2).

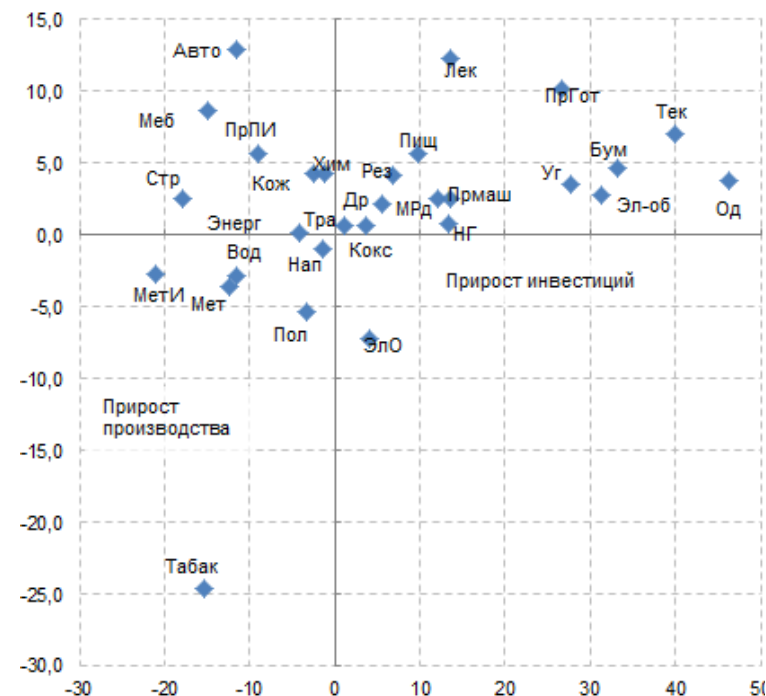
*Источник:* Росстат.

Рассмотрим отдельно промышленность, для чего построим диаграмму рассеяния, отложив прирост инвестиций по горизонтальной оси, прирост производства – по вертикальной (рис. 3.3). В первый квадрант (справа сверху) попадут отрасли, рост инвестиций в которых сопровождается ростом производства. Во втором квадранте (слева сверху) рост выпуска идет на фоне снижения инвестиций – это производства со сложившимся запасом неиспользуемых производственных мощностей, не требующие пока больших вложений, либо же недоинвестированные отрасли с большим потенциалом. В четвертом квадранте (справа внизу) – либо перспективные отрасли, находящиеся на стадии перестройки (где инвестиции растут несмотря на снижение выпуска), либо отрасли, в принципе не способные давать большой рост. И, наконец, в третьей четверти (слева внизу) – непривлекательные для инвесторов отрасли, уходящие в минус без притока инвестиций.

Наибольшее количество отраслей – в первом квадранте, где своего рода верхнюю границу роста производства и инвестиций представляют производство одежды, текстиля, прочих готовых изделий и лекарств. Наибольший промышленный рост при спаде инвестиций – у автопрома, похожая ситуация в производстве мебели и добыче прочих полезных ископаемых. В аутсайдерах – металлургия, полиграфия, водоснабжение, производство напитков, и, что вполне традиционно, табачная промышленность. Наконец, в четвертый квадрант попала только электроэнергетика.

Таким образом, по сравнению с предшествующими кварталами 2017 г. признаки структурной перестройки промышленности не становятся заметнее; рост инвестиционной активности в секторах очень тесно увязан с текущим ростом выпуска (индуцирован ростом – правый верхний квадрант на рис. 3.3), при этом (за исключением электроэнергетики) так и не появились т.н. «автономные» инвестиции (вне увязки с текущим ростом), то есть инвестиции на перспективу (правый нижний квадрант на рис. 3.3). Ряд секторов находится в производственно-инвестиционном кризисе (металлургия, полиграфия,

**Рис. 3.3. Прирост инвестиций в основной капитал и выпуска в 2017 г. в секторах промышленности, к прошлому году, в %**



Условные обозначения: Авто – автомобили, Меб – мебель, Лек – лекарства, ПрГот – прочие готовые изделия, Тек – текстиль, ПрПИ – прочие полезные ископаемые, Стр – стройматериалы, Кож – изделия из кожи, Рез – резиновые изделия, Хим – химические вещества, Энерг – электроэнергетика, Вод – водоснабжение, МетИ – металлические изделия, Прмаш – прочие машины и оборудование, Эл-об – электрооборудование, Уг – уголь, Бум – бумага, Од – одежда, НГ – нефть и газ, Кокс – кокс и нефтепродукты, Пищ – пищевые продукты, Нап – напитки, Мет – металлургия, ЭлО – электроника и оптика, МРД – металлические руды, Пол – полиграфия, Тра – транспорт, Табак – табачные изделия

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

производство напитков и табачная промышленность): у них наблюдается сокращение и выпуска, и инвестиций (левый нижний квадрант на рис. 3.3).

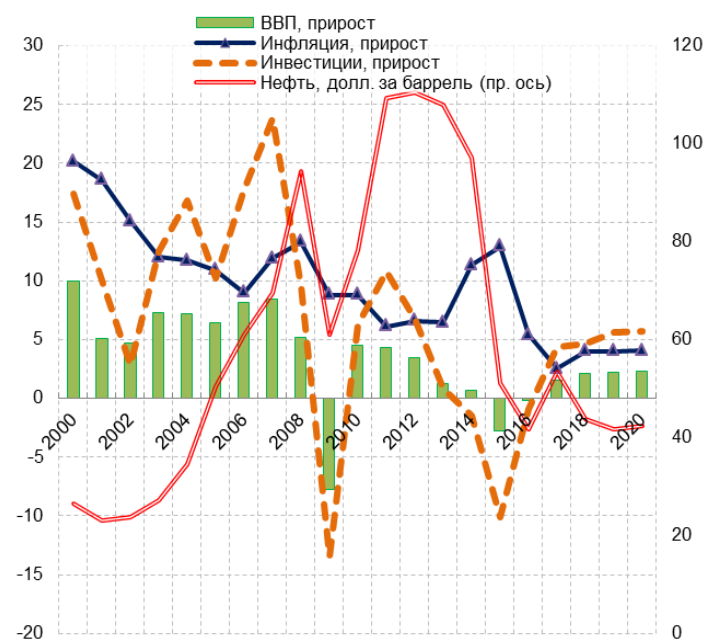
Чего в дальнейшем ждать от динамики инвестиций? Нами была построена эконометрическая регрессионная модель, где в качестве зависимой переменной выступил рост инвестиций, в качестве регрессоров – рост ВВП (как замещающая переменная для роста загрузки мощностей), цены на нефть, прибыль относительно ВВП и потребительская инфляция (лагированная). Расчеты показали, что **цены на нефть не являются значимым фактором для текущей динамики инвестиций**: вспомним, что инвестиции начали замедляться, когда цена на нефть превышала 100 долл. за баррель (рис. 3.4).

Наша регрессия показывает, что наибольшее значение как фактор роста инвестиций имеет текущий экономический рост (рост ВВП в текущем году), значимы также инфляция за предшествующий год и сбережения промышленности. Иными словами, **рост инвестиций в наших условиях это – что ожидаемо – процесс, зависящий от условий самофинансирования инвестиций (прибыли компаний) и ценовой стабильности и, что уже неожиданно, – процесс, который может являться скорее следствием, а не предпосылкой экономического роста.**

Впрочем, особенно удивляться здесь нечему. Как показывает изучение огромного массива ускорений и падений экономического роста в последние десятилетия, **инвестиции, как правило, не являются основным фактором, ускоряющим рост – им является увеличение экспорта, – но инвестиции являются важнейшим фактором, препятствующим торможению экономического роста, его неожиданному обвалу**<sup>4</sup>. Конечно, это не императив, а лишь стилизованный факт

<sup>4</sup> Как, в частности, пишут Jones и Olken (2005): «Ускорение роста показывает очень слабую подверженность воздействию на него инвестиций, в то время как рост внешней торговли оказывает на него сильное влияние. Кроме того, замедление роста тесно связано со снижением темпов инвестирования, увеличением инфляции, девальвацией и, в некоторых случаях, ростом внутренней напряженности. Результаты наших расчетов показывают, что **пути быстрого снижения и ускорения роста хорошо протоптаны, но идут в**

**Рис. 3.4. Динамика и официальный прогноз основных макропоказателей за период 2000-2020 гг.**



Источник: Минэкономразвития.

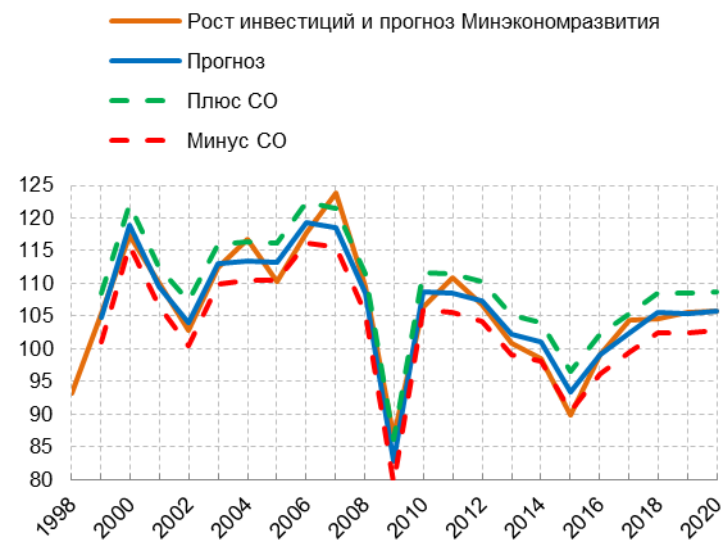
мирового экономического развития, однако все же его следует учитывать для решения задачи выхода на темпы прироста ВВП выше среднемировых, формулируемой президентом В. Путиным. В связи с этим, не отрицая полезности выдвижения в качестве цели достижения инвестициями 25% от ВВП, что помимо прочего может сделать рост устойчивым в средне- и долгосрочном плане, **важно найти факторы (не обязательно инвестиционного плана), которые уже сейчас рост ВВП могут инициировать.**

Возвращаясь к прогнозу роста инвестиций и исходя из базового варианта трехлетнего прогноза Минэкономразвития в его последней актуальной версии, в 2018-2020 гг. темпы прироста инвестиций составят приблизительно 5,5% в 2018 и 2019 гг. и около 5,7% в 2020 г. при росте ВВП на 2,1-2,3% в год и инфляции на уровне 4% (рис. 3.5). При ускорении роста ВВП до 3,5% в год инвестиции, если учитывать наши регрессионные расчеты и связь инвестиций с загрузкой мощностей, вырастут еще не менее чем на 1 п.п. в год. **Вопрос в том, как экономический рост ускорить здесь и сейчас, понимая важность инвестиций, но осознавая, что есть и другие факторы, ограничивающие рост в текущий момент времени – помимо слабой инвестиционной активности.** Среди них и неопределенность экономической ситуации, и недостаток спроса, и нехватка кадров, и, что очень важно – целая совокупность факторов, препятствующих росту экспорта (разных для отдельных регионов и видов деятельности). Экспорт – это приток в экономику дополнительной валюты, необходимость конкуренции с сильными соперниками, возможность работы на быстро растущих сегментах мирового рынка (в отличие от вялой в последние 10 лет российской его части). В связи с этим **задачи по созданию условий для наращивания экспорта (как и темпов роста ВВП и инвестиций в президентских поручениях) также могли бы стать полезным контрольным ориентиром для нового российского правительства.**

*Валерий Миронов, Алексей Кузнецов*

разных направлениях». (The anatomy of start-stop growth), Benjamin F. Jones, Benjamin A. Olken, NBER Working Paper №11528, 2005).

**Рис. 3.5. Фактическая динамика и официальный прогноз роста инвестиций на 2017-2020 гг. (базовый сценарий прогноза Минэкономразвития до 2020 г.) и прогноз Центра развития (с учётом стандартной ошибки – СО) при использовании предположений базового сценария прогноза Минэкономразвития.**



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