



Комментарии о Государстве и Бизнесе

401

13 декабря 2021 г.

Все мнения, высказанные в данном обозрении, отражают точку зрения авторов и могут не совпадать с официальной позицией НИУ ВШЭ

Реальный сектор

Инвестиции в январе-сентябре 2021 г.: контрасты на фоне общей позитивной тенденции

По данным Росстата, три квартала 2021 г. характеризуются приростом инвестиций к соответствующему периоду 2020 г. по крупным и средним компаниям на 8,5%, а к соответствующему периоду 2019 г. – на 6,6%. Для полного круга организаций эти цифры составляют 7,6 и 3,2% соответственно. С учетом падения инвестиций на 3,1% в январе-сентябре 2020 г. можно говорить о реальном ускорении в этом году инвестиционной динамики, а не просто об эффекте базы. При этом диспропорции в инвестировании различных секторов возрастают: так, прирост инвестиций в почтовой и курьерской деятельности составил 290%, а например, в медленно восстанавливающейся сфере железнодорожных перевозок наблюдался спад на 29%.

При этом в третьем квартале 2021 г. произошло снижение инвестиционной активности (если ориентироваться на показатели со снятой сезонностью), а к традиционным факторам, ограничивающим инвестиционную активность (не слишком благоприятный инвестиционный, а также обычный, обусловленный географией, климат), добавилось увеличение Банком России ключевой ставки. В этих условиях необходимы альтернативные меры поддержки инвестиционной активности.

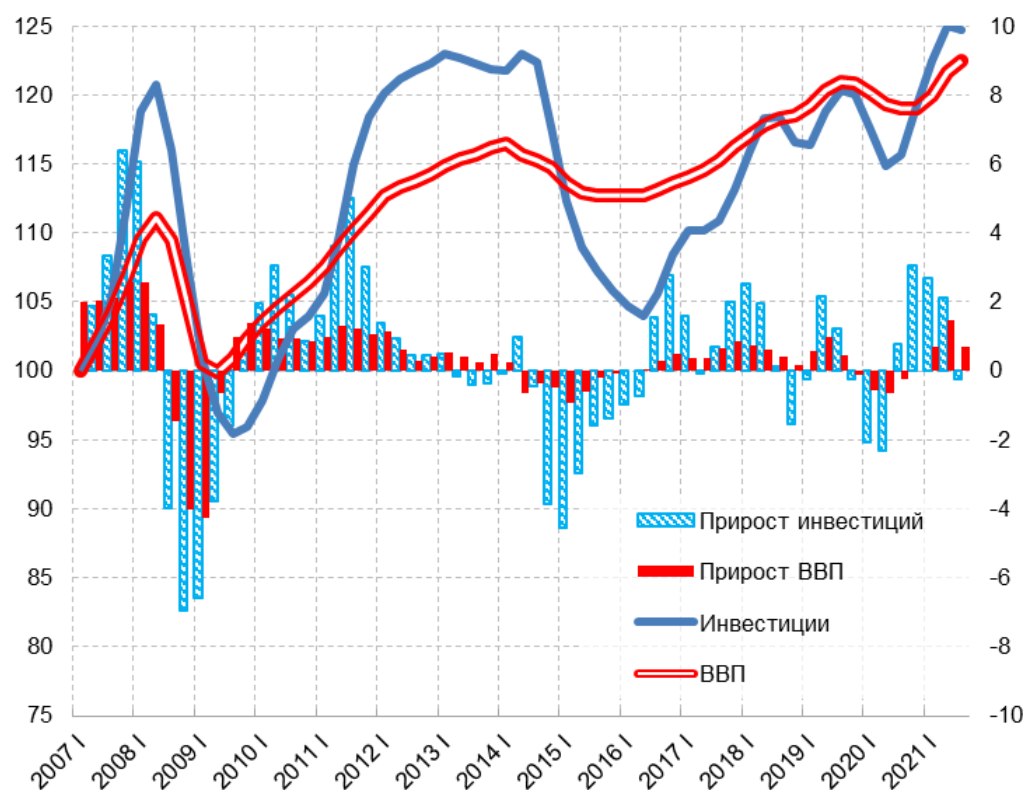
Является ли ускорение инвестиционного процесса временным?

Рост инвестиций важен как для текущей динамики экономического роста (с учетом их примерно 20%-ной доля в ВВП), так и для повышения его долгосрочной устойчивости. В связи с этим важен вопрос о том, что сейчас происходит с инвестициями на фоне достаточно уверенной динамики ВВП, прирост которого в третьем квартале, если ориентироваться на данные со снятой сезонностью, хотя и замедлился до 0,7% против 1,5% во втором, остался в положительной области (рис. 1). Сразу приходится констатировать, что с инвестициями ситуация заметно хуже: по нашим оценкам, несмотря на сохранение высоких темпов роста в годовом выражении, после устранения сезонности можно говорить о том, что в третьем квартале произошло их снижение на -0,2% относительно второго (рис. 1). Пора ли бить тревогу?

После сильнейшего инвестиционного провала 2014–2016 гг. (с рекордным падением на 10,1% в 2015 г.) инвестиции имели общую тенденцию к восстановлению (рис. 1); тенденция

не была монотонной – «коронакризис» замедлил рост инвестиций до уровня 2015 г., – однако после локального минимума во втором квартале 2020 г. видно их быстрое восстановление. В этом отношении третий квартал 2021 г. стал исключением. Если исходить из того, что это временное явление, тогда динамику инвестиционного процесса в 2021 г. можно, в общих чертах, назвать положительной. Рост инвестиций за I–III кварталы даже превысил уровень, запланированный в рамках проектов по национальному развитию России (ожидаемое в них увеличение к 2030 г. инвестиций в основной капитал на 70% по сравнению с 2020 г. означает 5,4%-ный среднегодовой рост). Однако окончание периода относительно «легкого» восстановительного роста экономики в целом после пандемийного кризиса 2020 г. ставит под сомнение стабильность дальнейшего роста и инвестиций – прежде всего, в силу их слабой динамики в течение последних 10 лет, оживлявшейся лишь в периоды мегастроек, инициированных государством (Олимпиада-2014, Крымский мост и т.п.).

Рис. 1. Динамика ВВП и инвестиций в основной капитал в реальном выражении в I кв. 2007 – III кв. 2021 гг., I кв. 2007 г. = 100% (левая ось), и прирост к предыдущему кварталу, п.п. (правая ось), сезонность устранена



Источник: расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ на основе данных НИУ ВШЭ, Единого архива экономических и социологических данных URL: <http://sophist.hse.ru/hse/nindex.shtml>

Как уже неоднократно говорилось, кризис, ассоциированный с пандемией, может способствовать укреплению ряда стратегически важных, но «некрупных» (с точки зрения доли в ВВП, капиталоемкости и т.д.) секторов, при потере инвестиционной привлекательности теми секторами, которые вносят основной вклад в экономический рост в России. Подобное происходило, например, с нефтедобычей на фоне падения цен на нефть и последовавшего за ним сокращения объемов добычи нефти.

Инвестиции в сектора и COVID-19

Январь–сентябрь (I–III кварталы) 2021 г. характеризовались приростом инвестиций на 8,5% к соответствующему периоду 2020 г. по крупным и средним предприятиям, и на 7,6% – по полному кругу предприятий. По отношению к соответствующему периоду 2019 г. также наблюдался явный прирост: +6,6% по крупным и средним предприятиям, +3,2% по полному кругу (табл. 1). Может показаться, что в целом объем инвестиций заметно превысил «доковидный» уровень, однако, если удлинить ретроспективный временной горизонт, картина предстает в ином свете: самый благоприятный период инвестиционной активности в российской экономике приходится на период 2000–2013 гг., когда среднегодовой прирост инвестиций составлял 9,1%; по объему инвестиций максимум был достигнут в начале 2013 г. При этом за 2014–2020 гг. среднегодовой прирост инвестиций в основной капитал имел, по данным Росстата, значение, близкое к нулевой отметке.

Для полного понимания ситуации необходимо рассмотреть структуру инвестиций в 2020–2021 гг., поскольку хорошо известно, что кризис, индуцированный пандемией, дал большие возможности одним отраслям, существенно ослабив при этом другие.

Так, добывающая промышленность (табл. 1; табл. П1 и рис. П1 и П2 в Приложении) по-прежнему переживает не лучшие времена: снижение инвестиций в I–III кварталах 2021 г. составило здесь -0,2% к I–III кварталу 2020 г. и -4,4% к аналогичному периоду 2019 г. Для добычи нефти и природного газа эти цифры равны, соответственно, -6,4 и -5,6%. Впрочем, оптимизм, связанный, в частности, с перспективой постепенной отмены ограничений на добычу нефти, введенных в рамках соглашения ОПЕК+, сохраняется: по прогнозам Минфина, уровень добычи нефти в 2023–2024 гг. может приблизиться к постсоветскому максимуму.

В 2019–2021 гг. лидером по росту инвестиций в рамках добывающей промышленности стала добыча металлических руд, где в прошлом году инвестиции росли ускоренным темпом. Прирост инвестиций составил здесь 14,1% к январю–сентябрю 2019 г. (+2,2% к аналогичному периоду 2020 г.). В целом данная отрасль в пандемию демонстрировала относительно высокие показатели (в том числе в 2020 г.), что связано с благоприятной конъюнктурой на международных рынках металлов.

Ситуация в обрабатывающей промышленности выглядит более благополучной, чем в добывающей. Здесь наблюдалось наращивание инвестиций на +7,7% к январю–сентябрю 2020 г. и на +6,4% к январю–сентябрю 2019 г. В лидеры, с более чем двукратным ростом к соответствующему периоду 2020 г., вышли производство текстильных изделий и полиграфия (в последнем случае прирост к январю–сентябрю 2019 г. тоже составил 108%). Наихудшие показатели – у нефтепереработки, оказавшейся в кризисе в силу непростой ситуации в нефтедобывающей отрасли (-7,5% к январю–сентябрю 2020 г.), а также у производства одежды (-10,5%), которое во всем мире попало в непростое положение из-за огромных запасов нераспроданной одежды и сокращения заказов швейным фабрикам.

Наиболее контрастным оказался сектор транспортировки и хранения: в почтовой и курьерской деятельности наблюдается инвестиционный бум, поскольку службы доставки имеют особую актуальность в период пандемии (+290% к январю–сентябрю 2021 г.), тогда как сфера пассажирских железнодорожных перевозок, имеющая пока весьма ограниченные возможности для восстановления, напротив, является аутсайдером (-29,1%). В грузовых железнодорожных перевозках также наблюдаем снижение на 15%: известно о выведении множества грузовых вагонов из эксплуатации, при том что ремонт их, в силу удорожания запчастей, затруднителен в настоящее время.

Таблица 1. Инвестиции в основной капитал в I квартале 2021 г. в разрезе основных (укрупненных) видов экономической деятельности (без учета неформальной деятельности и малого бизнеса, за исключением первой строки)

	Всего, млрд руб.	Прирост в реальном выражении, I-III кв. 2021 г. к I-III кв. 2020 г., %	Прирост в реальном выражении, I-III кв. 2021 г. к I-III кв. 2019 г., %	Доля в общем объеме, I-III кв. 2021 г., %	Вклад в прирост инвестиций, I-III кв. 2021 г. к I-III кв. 2020 г., п.п.	Вклад в прирост инвестиций, I-III кв. 2021 г. к I-III кв. 2019 г., п.п.	СКИ*, I-III кв. 2021 г., соотн., раз
Инвестиции, всего, по полному кругу компаний	13 504,0	7,6	3,2	100,0			
Инвестиции, всего, по крупным и средним компаниям, в том числе по видам экономической деятельности**	10 371,4	8,5	6,5	100,0			0,5
Добыча полезных ископаемых в целом	2136,8	-0,2	-4,4	20,6	0,0	-1,1	0,4
Обрабатывающие производства в целом	1865,8	7,7	6,4	18,0	1,4	1,2	0,3
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	407,3	6,3	10,9	3,9	0,3	0,4	0,8
Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	565,6	-8,0	-5,1	5,5	-0,5	-0,3	0,8
Водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	122,8	18,3	31,9	1,2	0,2	0,3	2,0
Строительство	326,5	23,1	26,8	3,1	0,6	0,7	2,4
Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	336,8	29,2	14,3	3,2	0,8	0,4	0,1
Транспортировка и хранение	1862,3	14,5	-0,5	18,0	2,4	-0,1	2,3
Деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	42,6	9,8	9,0	0,4	0,0	0,0	1,2
Деятельность в области информации и связи	522,7	17,2	12,6	5,0	0,8	0,6	1,2
Деятельность финансовая и страховая	281,0	39,8	50,0	2,7	0,8	1,0	0,3
Деятельность по операциям с недвижимым имуществом	547,6	5,6	-8,0	5,3	0,3	-0,5	8,1
Деятельность профессиональная, научная и техническая	466,1	13,9	30,4	4,5	0,6	1,0	0,8
Деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	107,3	31,6	-7,2	1,0	0,3	-0,1	0,3
Государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение	166,8	11,3	39,9	1,6	0,2	0,5	2,0
Образование	243,3	-1,3	10,1	2,3	0,0	0,2	54,1
Деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	228,3	-1,0	50,0	2,2	0,0	0,7	3,7
Деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений	131,7	24,0	36,0	1,3	0,3	0,4	4,8

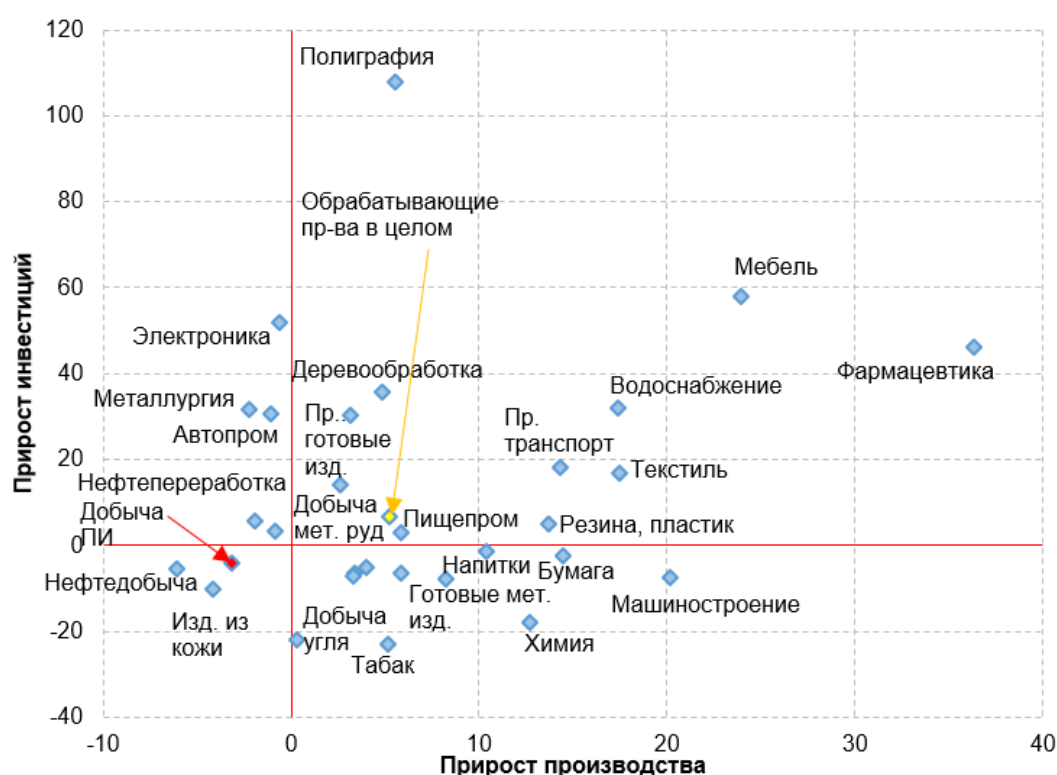
* СКИ – склонность к инвестированию, то есть соотношение (коэффициент) номинальных объемов инвестиций и балансовой прибыли за период.

** Без субъектов малого предпринимательства и объема инвестиций, не наблюдаемых прямыми статистическими методами.

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

Кроме того, в некоторых отраслях сектора услуг наблюдался небольшой инвестиционный спад. В частности, на 1% снизились инвестиции в сфере здравоохранения (после значительного роста в первый год пандемии), на 1,3% – в образовании (здесь сказалась нестабильность образовательного процесса с периодическим переводом учащихся на дистанционное обучение). А вот в сфере гостеприимства и общественного питания, восстанавливающейся с развитием внутреннего туризма, наблюдался прирост на 9,8% к I–III кварталу 2020 г. (+9% к аналогичному периоду 2019 г.). Высок также прирост инвестиций в финансовой и страховой деятельности (+39,8 и +50% к рассматриваемому периоду 2020 и 2019 гг. соответственно); это вполне корреспондирует с таким новым трендом, как существенный рост страховых взносов по кредитному страхованию жизни¹.

Рис. 2. Прирост производства (январь-октябрь 2021 г. к январю-октябрю 2019 г.) и инвестиций (I–III кв. 2021 г. к I–III кв. 2019 г.) в подотраслях добывающей и обрабатывающей промышленности, в %



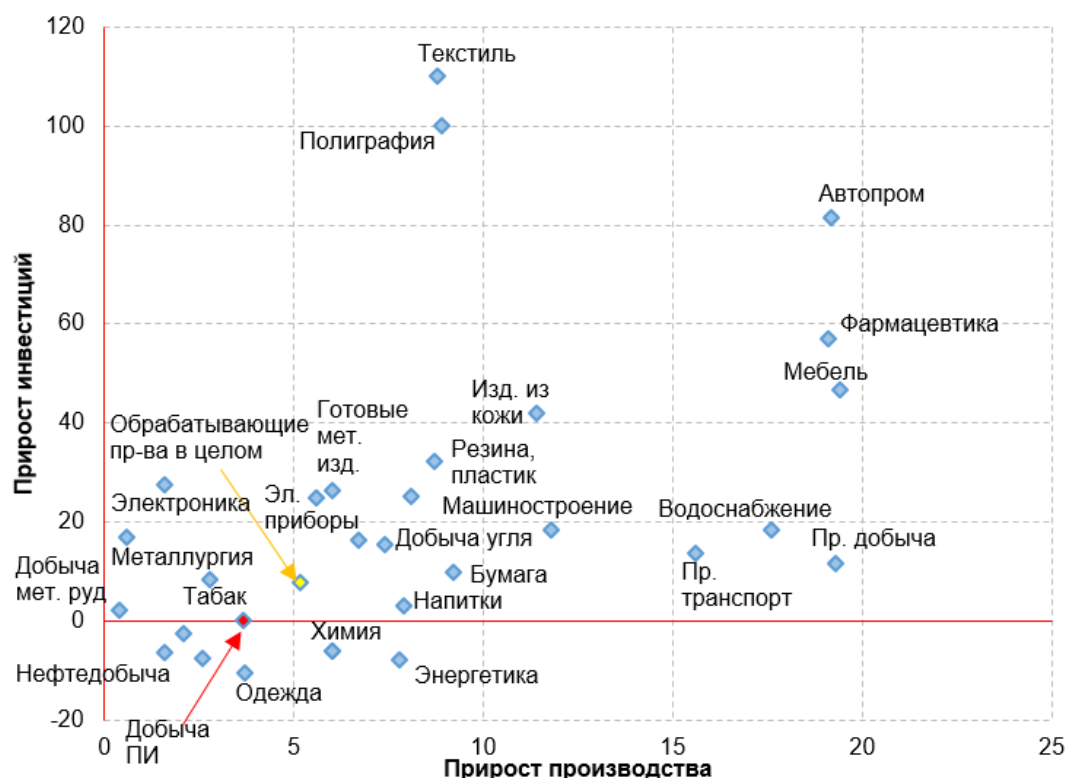
Источник: Росстат, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

В целом, по сравнению с 2019 г., большинство отраслей промышленности либо нарастили и производство, и инвестиции, либо продолжали наращивать производство при снижении инвестиций, с задействованием имеющихся незагруженных производственных мощностей (рис. 2). При этом нефтедобыча и в целом добыча полезных ископаемых характеризовались спадом и производства, и инвестиций. Падение цен на нефть, соглашение ОПЕК+ о сокращении добычи нефти, а также санкционное давление существенно уменьшили инвестиционную привлекательность отрасли. Ситуация здесь, несмотря на предсказуемый оптимизм заявлений руководителей многих нефтяных компаний, остается

¹ Кредитное страхование – относительно новая страховая услуга, подразумевающая выплату страховщиком всех обязательств заемщика в случае возникновения непредвиденных обстоятельств, негативно сказавшихся на жизни либо здоровье заемщика.

неопределенной. При этом металлургия, производство компьютеров и электронных изделий, автомобильная промышленность, нефтепереработка и добыча прочих полезных ископаемых характеризовались приростом инвестиций при спаде производства, что позволяет говорить о своего рода «инвестициях в будущее». Если же сравнивать ситуацию 2021 и 2020 гг. (рис. 3), видно, что большинство отраслей характеризуются ростом и производства, и инвестиций (исключения – нефтедобыча, энергетика, химическая промышленность, производство одежды, нефтепереработка и пищевая промышленность, где вырос выпуск, но не инвестиции).

Рис. 3. Прирост производства (январь-октябрь 2021 г. к январю-октябрю 2020 г.) и инвестиций (I–III кв. 2021 г. к I–III кв. 2020 г.) в подотраслях добывающей и обрабатывающей промышленности, в %



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

Финансирование инвестиционной активности

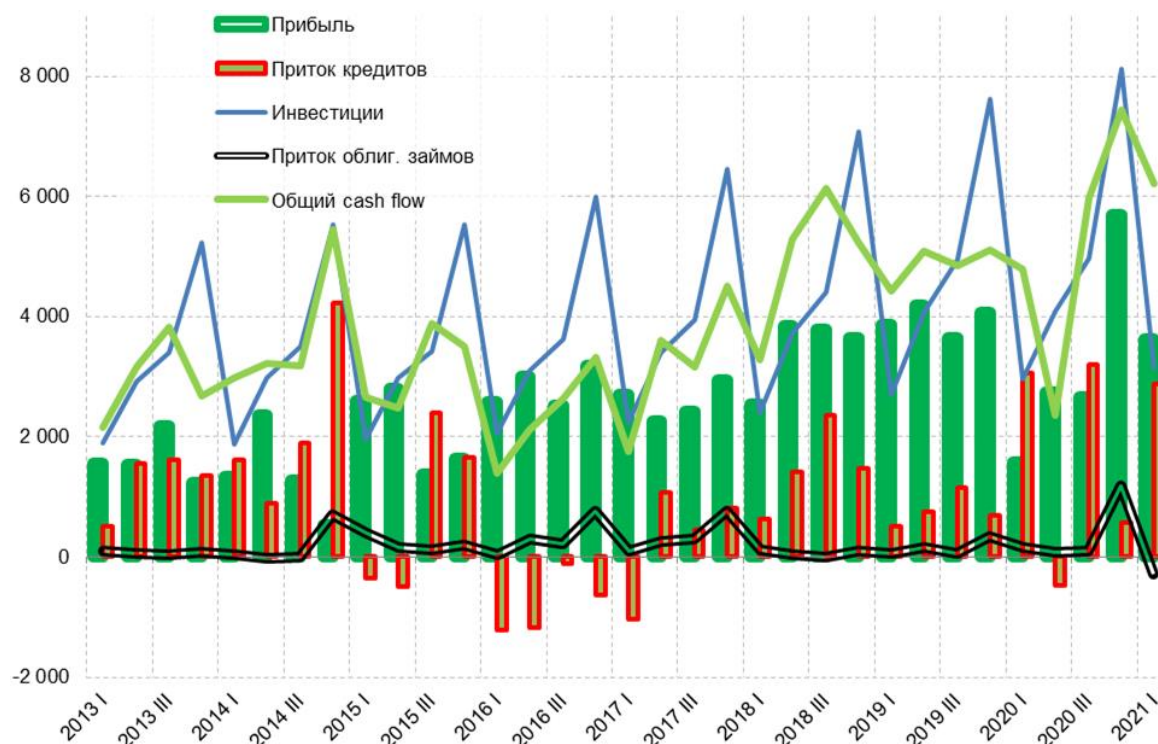
Важнейшими внутренними источниками инвестиций в России традиционно являются собственные средства (прежде всего прибыль), долгосрочные кредиты банков и выпуск долгосрочных облигаций, а также бюджеты всех уровней. Кризисные явления 2020 г., связанные с приостановкой ряда видов деятельности и снижением цен на нефть, обусловили уменьшение балансовой прибыли экономики почти на 20% (год к году). При этом 2021 г. характеризуется кратным ростом прибыли, прежде всего в силу эффекта низкой базы, но не только. В первом квартале 2021 г. прирост прибыли в годовом выражении составил +131%, во втором и третьем он был соответственно равен 202,3 и 136,1% (рис. 4 и табл. 2). Причем прирост балансовой прибыли во втором квартале 2021 г. ко второму кварталу 2019 г. составил 98,1%, для третьего квартала подобная цифра равна 72,4%. За январь-сентябрь 2021 г. прибыль равна 19 560 млрд руб., при этом можно ожидать 26 406 млрд в целом за год. Средняя цифра за 2015–2019 гг. – 11 674,8 млрд

(слабые результаты в 2015 и 2017 гг.). То есть прибыль за 2021 г. – выше средней в 2015–2019 гг. в 2,3 раза.

В то же время, на фоне дискуссий о необходимости изъятия сверхдоходов, возникших в силу конъюнктурного скачка экспортных цен у ряда сырьевых секторов (в частности, у металлургов), можно отметить, что по экономике в целом ситуация с прибылью – если ориентироваться на среднегодовые показатели последних лет – выглядит достаточно сбалансированной в силу дефицита длинных кредитов со стороны банков (из-за целого ряда внутренних и внешних причин) и необходимости в силу этого большего упора на самофинансирование инвестиций.

Объем накопленной кредитной массы в нефинансовом секторе экономики в третьем квартале 2021 г. вырос на 15,4% относительно того же периода прошлого года, или на 2653,5 млрд руб. относительно предыдущего квартала. Последнюю сумму – наряду с объемом полученной прибыли – тоже можно рассматривать как потенциальный источник инвестиций (рис. 4 и табл. 2). При этом объем накопленной массы выпущенных нефинансовыми предприятиями российской экономики долгосрочных облигаций составил в третьем квартале 2021 г. 8898 млрд руб., или 13,3% от кредитной массы; прирост массы облигаций составил к третьему кварталу 2020 г. 15,8%, также следует отметить, что ее номинальный прирост относительно предыдущего квартала стал положительным, после отрицательных значений в первом и втором кварталах. В определенном смысле данная тенденция понятна: предприятия, как правило, наращивают обязательства с осознанием необходимости дальнейших платежей по ним, которые будут возможны только при условии роста объема производства и финансового результата.

Рис. 4. Номинальные ежеквартальные объемы инвестиций в основной капитал и их финансовых источников (балансовой прибыли, прироста суммы выданных кредитов нефинансовому сектору и долгосрочных облигационных займов нефинансовых компаний), экономика России в целом, трлн руб.



Источник: расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ на основе данных Росстата и Банка России.

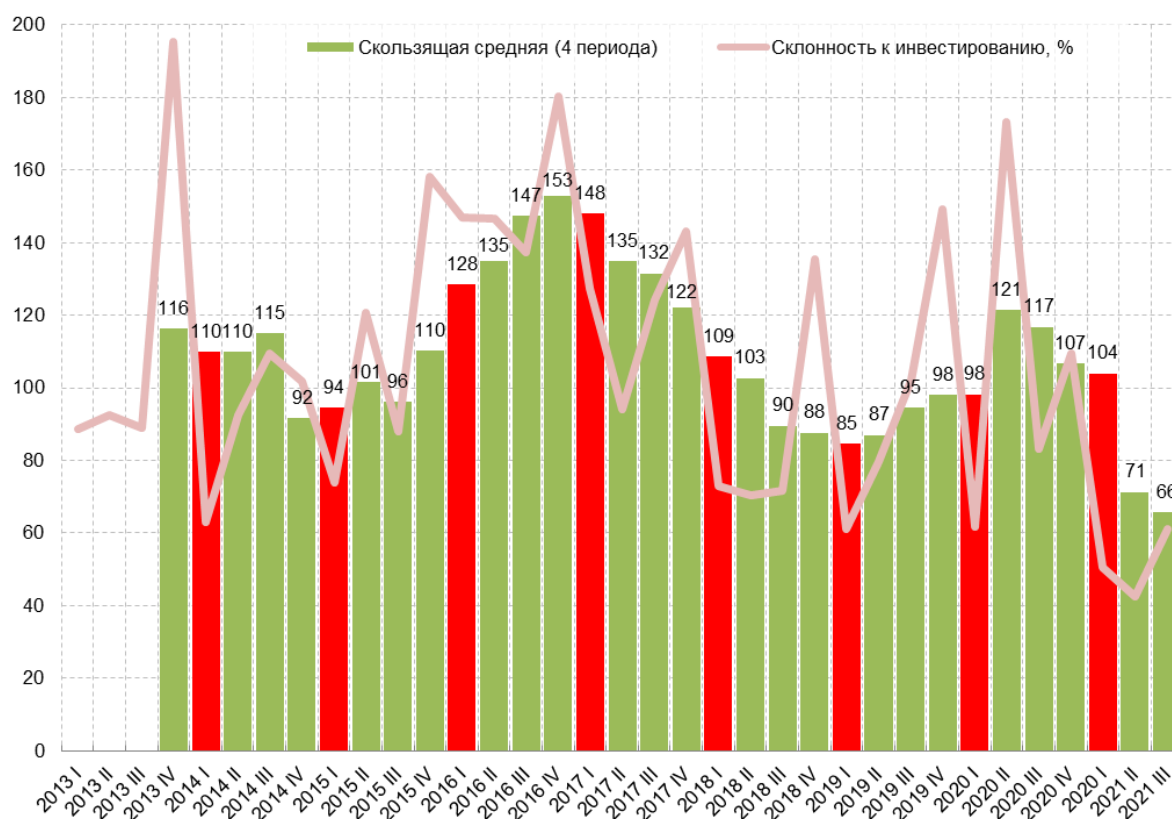
Таблица 2. Объемы инвестиций в основной капитал по экономике в целом, внутренние источники их финансирования и показатели склонности к инвестированию в 2019–2021 гг., в текущих ценах, млрд руб. (если не указано иное)

Период/показатель	I кв. 2019	II кв. 2019	III кв. 2019	IV кв. 2019	I кв. 2020	II кв. 2020	III кв. 2020	IV кв. 2020	I кв. 2021	II кв. 2021	III кв. 2021
1 Инвестиции в основной капитал по полному кругу компаний за квартал	2697	4056	4956	7620	2952	4080	4962	8126	3134	4709,4	5661
2 То же, прирост к тому же периоду предыдущего года в реальном выражении, %	1,3	0,3	1,9	2,7	3,5	-5,3	-5,0	1,2	2,0	11,0	7,8
3 Балансовая прибыль экономики за квартал	3861	4179	3649	4069	1569,9	2739	2664	5681	3631	8279,1	6290,6
4 То же, прирост к тому же периоду предыдущего года в номинальном выражении, %	52,5	8,8	-3,5	11,6	-59,3	-34,5	-27,0	39,6	131,3	202,3	136,1
5 Кредиты небанковскому сектору (рублевые и валютные), объем на счетах на конец квартала (кредитная масса)	49 667	50 411	51 561	52 247	55 313	54 850	58 051	58 621	61 494	64 311,7	66 965,3
6 То же, прирост к предыдущему кварталу в номинальном выражении, млрд руб.	509	744	1150	687	3066	-463	3201	570	2874	2817,4	2653,5
7 То же, прирост к тому же периоду предыдущего года в номинальном выражении, %	13,1	11,2	8,2	6,3	11,4	8,8	12,6	12,2	11,2	17,3	15,4
8 Долговые долгосрочные ценные бумаги, выпущенные на внутреннем рынке нефинансовыми организациями, объем на конец квартала	6774	6937	6994	7344	7499	7581	7686	8868	8579	8537	8898
9 То же, прирост к предыдущему кварталу в номинальном выражении, млрд руб.	55	163	57	350	155	82	105	1182	-289	-42	361
10 То же, прирост к тому же периоду предыдущего года в номинальном выражении, %	2,8	4,6	5,7	9,3	10,7	9,3	9,9	20,8	14,4	12,6	15,8
11 Сумма балансовой прибыли экономики, прироста кредитной массы и прироста облигационной массы за год (кэш-флоу) (стр.3+стр.6+стр.9)	4425	5086	4856	5106	4791	2358	5969	7434	6215	11 054	9305
12 То же, прирост к тому же периоду предыдущего года в номинальном выражении, %	35,0	-3,9	-20,7	-2,4	8,3	-53,6	22,9	45,6	29,7	368,9	55,9
11 Склонность к инвестированию из кэш-флоу (стр.1/стр.11)*100, %	61,0	79,7	102,1	149,2	61,6	173,0	83,1	109,3	50,4	42,6	60,8
12 Склонность к инвестированию из балансовой прибыли (стр.1/стр.3)*100, %	70	97	136	187	188	149	186	143	86	57	90

Источник: расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ по данным Росстата и Банка России.

В целом прирост показателя кэш-флоу (то есть суммы балансовой прибыли экономики, прироста кредитной массы и прироста облигационной массы за год) в российской экономике в третьем квартале 2021 г. составил почти 55,9% (год к году), а соотношение инвестиций в основной капитал и кэш-флоу составило только 60,8% против 102,1 и 83,1% за аналогичный период 2019 и 2020 гг. соответственно. Это соотношение можно рассматривать как один из оперативных индикаторов, характеризующих склонность к инвестированию в российской экономике, а его динамика в абсолютном выражении и в сглаженном виде представлена на рис. 4. Из него видно, что в 2021 г. (второй квартал) показатель склонности к инвестированию достиг минимального уровня за рассматриваемый период (с 2013 г.), что указывает на низкий уровень предпринимательской уверенности. Даже с учетом наметившегося в третьем квартале роста показатель все равно ниже минимумов предыдущих лет.

Рис. 4. Склонность к инвестированию: соотношение номинальных квартальных объемов инвестиций в основной капитал и их финансовых источников (объема балансовой прибыли по экономике в целом, прироста к предыдущему кварталу накопленного объема выданных кредитов нефинансовому сектору экономики и долгосрочных облигационных займов нефинансовых компаний), в %



Примечание. Красными столбцами обозначен I квартал каждого года

Источник: расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ на основе данных Росстата и Банка России.

Как влияет на инвестиционный процесс рост ключевой ставки?

На наш взгляд, важно затронуть и активно идущую дискуссию (в частности, на недавнем инвестиционном форуме ВТБ) относительно влияния роста ключевой ставки Банка России на инвестиционную активность. Ограничивает ли ее недавний рост до 7,5% инвестиционную активность в экономике России?

Просто указать на то, что повышение ключевой ставки ограничивает инвестиционную активность – с учетом, например, того, что уровень рентабельности активов, который в целом по экономике в январе-сентябре 2021 г. составил 6,4 и стал ниже ключевой ставки и давно ниже ставок по кредитам, – на наш взгляд, недостаточно. Этот показатель рассчитывается с учетом балансовой прибыли, то есть сальдированного финансового результата; правильнее для расчета было бы использовать прибыль до вычета налогов и процентов по кредитам (EBIT²). При этом условием безубыточности при выдаче кредита, как указано, например, в работе (Егоров и др., 2019³) будет превышение показателя EBIT над расходами по обслуживанию задолженности по кредитам банков и займам. В табл. 3 приведен предварительный расчет этого соотношения как без учета, так и с учетом погашения основного тела долга в течение срока обслуживания кредита (в нашем примере он взят в размере 7 лет).

Таблица 3. Некоторые важные индикаторы инвестиционной динамики в российской экономике в целом (для всех отраслей) с учетом данных Росстата, доступным на начало декабря 2021 г.

Номер строки	Условное обозначение	Показатель	Величина, млрд руб. (если не указано иное)
1	AF	Оборотные активы	136 364
2	AC	Внеоборотные активы	167 158
3	A	Все активы (1+2)	303 522
4	ROA	Рентабельность активов, %	6,40%
5	EBIT	Прибыль до уплаты налогов и процентов по кредитам (3*4)	19 425
6	BnCred	Задолженность по кредитам банков и займам	83 986
7	KR	Ключевая ставка	7,50%
8	BCP	Расходы по обслуживанию задолженности по кредитам банков и займам (без учета постепенного погашения тела долга) (BnCred*KR*1,5) ⁴	9448
9	BCP_Pr	Расходы по обслуживанию задолженности по кредитам банков и займам (с учетом постепенного погашения тела долга в течение 7 лет) (8+6/7)	21 446
10	CAP	Капитализация росс. рынка акций по данным Мосбиржи на 07.12.2021г.	62 797
11	B	Облигации, выпущенные банками и нефинансовыми организациями, на 01.10.2021	11 908
12	Deb	Дебиторская задолженность	69 218
13	QT	Коэффициент Тобина (10+11)/(3-6-12), раз	0,5
14	BCA	Доступность кредита с учетом соотношения безубыточности (без учета погашения тела долга) (5/8), раз	2,1
15	BCA1	Доступность кредита с учетом соотношения безубыточности (при условии постепенного погашения тела долга) (5/9), раз	0,9

Примечание. Цифры в выражениях в скобках (столбец 3) обозначают номера строк, с числами из которых (столбец 4) производятся действия. В случае использования в выражении числовых коэффициентов номера строк заменяются условными обозначениями показателя (столбец 2)

Источник: расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ на основе данных Росстата и Банка России.

Как видно из таблицы 3 (строка 15), если ориентироваться на текущие данные для российской экономики и расчет с поэтапным погашением тела долга, показатель доступности кредита, который в благоприятном случае должен быть заведомо больше единицы, составляет на текущий момент лишь 0,9. Это говорит о недостижении в среднем по экономике точки безубыточности при сложившихся условиях (размер ключевой ставки,

² Earnings before interest and taxes — прибыль до вычета процентов и налогов.

³ А. Егоров, А. Могилат, Ю. Перевышин. Рентабельность нефинансовых организаций и процентные ставки по банковским кредитам // Банк России, Декабрь 2019 г.

⁴ Ставку по кредитам мы, учитывая маржу банков и риски кредитования, условно взяли с повышающим коэффициентом 1,5 к ключевой ставке.

ставки по кредитам, прибыли и т.д.)⁵. Важно также учесть, что расчеты сделаны с учетом высокоприбыльных отраслей добывающего сектора, табачной промышленности и ряда других рентных секторов экономики.

При этом, как видно из той же табл. 3, в условиях преимущественно антиинфляционной направленности денежно-кредитной политики важным источником дополнительного финансирования инвестиций может быть российский фондовый рынок в расширенном понимании этого слова (акции и облигации). Стандартный коэффициент Тобина, рассчитанный нами по одной из возможных методик с учетом ограниченности регулярной статистики Росстата, находится сейчас на уровне 0,9, что говорит об уровне капитализации рынка акции и стоимости облигаций суммарно ниже величины чистых активов в экономике. Это может свидетельствовать о серьезной недооценке российских активов и, теоретически, о возможности дополнительного привлечения средств в среднесрочном периоде в сумме от 300 млрд долл., что сопоставимо с половиной объема ВВП России сейчас.

Говоря о влиянии сдерживающей инфляцию денежно-кредитной политики Банка России, на наш взгляд, важно также осознавать, что снижение долгосрочных инфляционных ожиданий экономических агентов может снижать долгосрочные ставки процента и, соответственно, ставки дисконтирования прибылей от инвестиционных проектов, что повышает их т.н. «чистую приведенную стоимость» (Net Present Value) в рамках кейнсианского подхода к анализу инвестиций, стимулируя таким образом – при прочих равных условиях – текущую инвестиционную активность. Об этом часто и справедливо говорят представители Банка России. Но с другой стороны, если посмотреть на динамику инфляционных ожиданий в России⁶, то в целом видна их статичность на фоне спокойной ситуации и рост на фоне шоков типа шока 2020–2021 гг. Что из этого может следовать?

С одной стороны, необходимость долгой и упорной работы по снижению устойчивых инфляционных ожиданий. С другой стороны, если в России действительно наблюдается частный случай статических (а не рациональных) ожиданий вперёдсмотрящих экономических агентов, тогда это означает, что они, фактически, прогнозируют, что на горизонте нескольких лет (а при оценке инвестиционных проектов дисконтировать на горизонт больше 5–7 лет, как правило, нецелесообразно) будущее не будет отличаться от настоящего. В этом случае формула дисконтирования прибылей при оценке инвестиционного проекта предельно упрощается: поток прибылей постоянен, а реальная ставка процента не меняется от периода к периоду. Тогда высокий текущий уровень ключевой ставки реально может тормозить текущую инвестиционную активность. Значит ли это, что следует ставить под сомнение политику Банка России по таргетированию инфляции? Нет, конечно! Ведь при этом используется апробированный логичный механизм и отработанная процедура. Переход к таргетированию не ИПЦ, как делается сейчас, а другого ценового агрегата (что нередко предлагается в экономической литературе), пока полностью не проработан и организационно не обеспечен⁷. Поэтому важно осознавать, что

⁵ Ставку по кредитам условно взята с повышающим коэффициентом 1,5 к ключевой ставке.

⁶ Банк России. Инфляционные ожидания и потребительские настроения. № 11 (59), ноябрь 2021 г.

URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/39353/Infl_exp_21-11.pdf

⁷ Мы имеем в виду, например, необходимость перехода к расчету Росстатом индекса цен производителей (ИЦП) в еженедельном режиме при переходе от таргетирования ИПЦ к таргетированию ИЦП (что предлагается для сырьевых экономик в силу большей процикличности для них, чем для несырьевых экономик, таргетирования ИПЦ в силу наличия в последнем значительной доли импортных товаров и, соответственно, роста цен при падении стоимости сырья и снижении курса национальной валюты). При переходе же к таргетированию вместо ИПЦ номинального ВВП необходимы отработанные процедуры оперативного прогноза ВВП на основе Big Data и т.д.

на фоне роста инфляции и во многом вынужденного ужесточения ДКП необходимо активно искать альтернативные методы стимулирования инвестиционной активности. Например, целесообразно продумать меры, направленные на снижение уровня неопределенности, обеспечить разработку регуляторами сценарных экономических прогнозов с оценкой вероятности сценариев, снизить административные барьеры, обеспечить стабильность налоговой системы, ускорить процедуры согласования проектов и т.д.

Валерий Миронов, Алексей Кузнецов

Приложение

Таблица П1. Инвестиции в основной капитал в 2021 г. в разрезе подотраслей внутри укрупненных видов экономической деятельности (без учета неформальной деятельности и малого бизнеса), отсортировано по приросту в реальном выражении (2021 г. к 2020 г.)

	Всего, млрд руб.	Прирост в реальном выражении, I-III кв. 2021 г. к I-III кв. 2020 г., %	Прирост в реальном выражении, I-III кв. 2021 г. к I-III кв. 2019 г., %	Доля в общем объеме, I-III кв. 2021 г., %	Вклад в прирост инвестиций, I-III кв. 2021 г. к I-III кв. 2020 г., п.п.	Вклад в прирост инвестиций, I-III кв. 2021 г. к I-III кв. 2019 г., п.п.	СКИ*, I-III кв. 2021 г., соотн., раз
Деятельность почтовой связи и курьерская деятельность	16,3	290,0	400,0	0,2	0,1	0,1	-2,3
Деятельность водного транспорта	29,6	140,0	-38,3	0,3	0,1	-0,1	1,5
Производство текстильных изделий	8,0	110,0	16,8	0,1	0,0	0,0	0,5
Деятельность полиграфическая и копирование носителей информации	7,2	100,0	108,0	0,1	0,0	0,0	0,5
Деятельность автомобильного грузового транспорта и услуги по перевозкам	63,1	93,1	12,4	0,7	0,3	0,0	2,3
Деятельность воздушного и космического транспорта	24,3	83,0	17,9	0,2	0,1	0,0	0,4
Производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов	81,7	81,6	30,6	0,8	0,4	0,2	0,9
Производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях	53,1	57,0	46,2	0,5	0,2	0,2	0,2
Производство мебели	5,9	46,8	57,8	0,1	0,0	0,0	0,6
Производство кожи и изделий из кожи	1,1	42,1	-10,2	0,0	0,0	0,0	0,4
Деятельность трубопроводного транспорта	397,2	33,2	-7,8	3,8	1,0	-0,4	1,6
Производство резиновых и пластмассовых изделий	37,2	32,3	5,0	0,4	0,1	0,0	0,4
Производство компьютеров, электронных и оптических изделий	42,5	27,6	51,8	0,4	0,1	0,2	0,7
Производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования	61,3	26,2	-7,9	0,6	0,1	-0,1	0,6
Обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели, производство изделий из соломки и материалов для плетения	45,7	25,2	35,7	0,4	0,1	0,1	0,3

	Всего, млрд руб.	Прирост в реальном выражении, I-III кв. 2021 г. к I-III кв. 2020 г., %	Прирост в реальном выражении, I-III кв. 2021 г. к I-III кв. 2019 г., %	Доля в общем объеме, I-III кв. 2021 г., %	Вклад в прирост инвестиций, I-III кв. 2021 г. к I-III кв. 2020 г., п.п.	Вклад в прирост инвестиций, I-III кв. 2021 г. к I-III кв. 2019 г., п.п.	СКИ*, I-III кв. 2021 г., соотн., раз
Производство электрического оборудования	21,5	25,0	-7,3	0,2	0,1	0,0	0,5
Складское хозяйство и вспомогательная транспортная деятельность	830,0	19,8	16,9	8,0	1,4	1,1	2,1
Производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	34,6	18,4	-7,3	0,3	0,1	0,0	0,5
Производство металлургическое	299,9	17,0	31,6	2,9	0,5	0,7	0,1
Производство прочей неметаллической минеральной продукции	55,1	16,3	-6,5	0,5	0,1	0,0	0,4
Добыча угля	117,3	15,3	-22,1	1,1	0,2	-0,3	0,3
Производство прочих транспортных средств и оборудования	120,5	13,6	18,1	1,2	0,2	0,2	1,9
Добыча прочих полезных ископаемых	40,2	11,5	3,4	0,4	0,0	0,0	0,8
Производство бумаги и бумажных изделий	65,1	9,9	-2,4	0,6	0,1	0,0	0,5
Производство табачных изделий	9,4	8,4	-23,0	0,1	0,0	0,0	0,2
Производство напитков	27,8	3,1	-1,3	0,3	0,0	0,0	0,5
Добыча металлических руд	224,6	2,2	14,1	2,2	0,1	0,3	0,1
Производство пищевых продуктов	170,9	-2,5	3,0	1,6	0,0	0,0	0,6
Деятельность прочего сухопутного пассажирского транспорта	238,2	-5,3	-13,6	2,3	-0,1	-0,3	-6,6
Производство химических веществ и химических продуктов	303,1	-6,0	-17,8	2,9	-0,2	-0,7	0,4
Производство прочих готовых изделий	5,4	-6,0	30,3	0,1	0,0	0,0	0,4
Добыча нефти и природного газа	1354,6	-6,4	-5,6	13,1	-1,0	-0,8	0,6
Производство кокса и нефтепродуктов	392,5	-7,5	5,6	3,8	-0,3	0,2	0,2
Производство одежды	1,9	-10,5	-6,3	0,0	0,0	0,0	0,1
Деятельность железнодорожного транспорта: грузовые перевозки	220,2	-15,0	-24,2	2,1	-0,4	-0,7	4,0
Деятельность железнодорожного транспорта: междугородные и международные пассажирские перевозки	43,4	-29,1	-18,7	0,4	-0,2	-0,1	0,7

* СКИ – склонность к инвестированию, то есть соотношение (коэффициент) номинальных объемов инвестиций и балансовой прибыли за период.

** Отрицательное значение СКИ является результатом арифметического вычисления СКИ путем деления номинального объема инвестиций на убыток и получается в случае убыточности ВЭД.

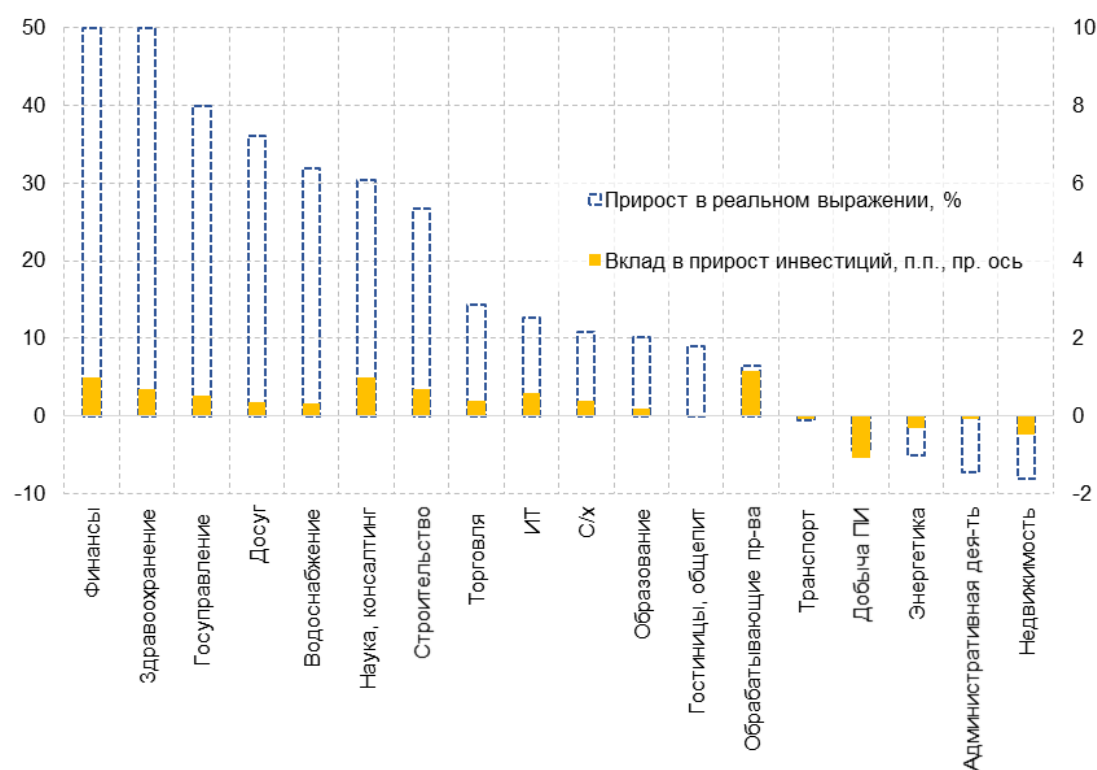
Источник: Росстат, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. П1. Доли секторов в общем объеме инвестиций



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

Рис. П2. Прирост инвестиций и вклады секторов в прирост, I кв. 2021 г. к I кв. 2019 г.



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

Команда Центра развития

Дарья Авдеева
Наталья Акиндинова
Николай Кондрашов
Людмила Коновалова
Алексей Кузнецов
Валерий Миронов
Светлана Мисихина
Анжела Назарова
Сергей Пухов
Наталья Самсонова
Игорь Сафонов
Сергей Смирнов
Степан Смирнов
Алена Чепель
Андрей Чернявский

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

ЦЕНТР РАЗВИТИЯ: тел. +7 (495) 772-95-90 доб. 23617, e-mail: info_dcenter@hse.ru, <http://dcenter.hse.ru/>

ПРЕСС-СЛУЖБА НИУ ВШЭ: тел. +7 (495) 772-95-67, e-mail: press@hse.ru, <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в настоящем выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Института «Центр развития» НИУ «Высшая школа экономики». При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в выпуске, необходимо ссылаться на Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Исследование осуществлено в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2021 г.