

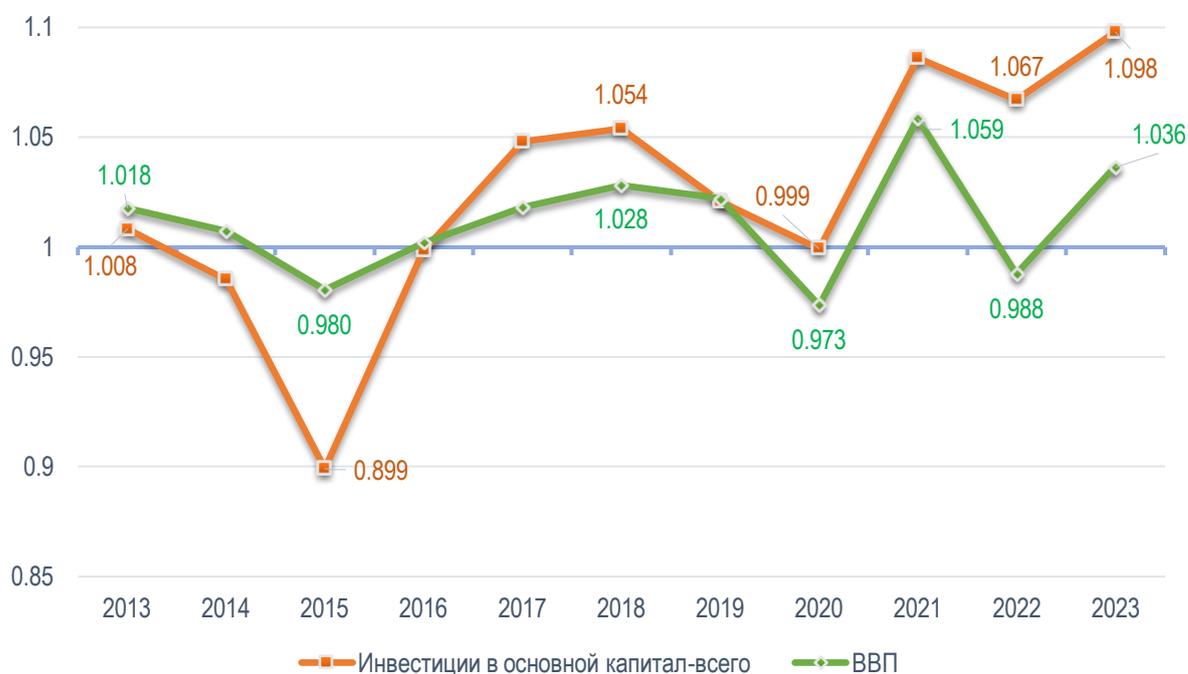
Тетрадь 6. Парадокс инвестиционной активности¹

Верхнеуровневая картина

Наблюдаемая ситуация с динамикой инвестиций в основной капитал – на первый взгляд, крайне позитивна.

Напомним, что ещё с 2017 г. прирост инвестиций начал устойчиво превышать прирост ВВП. С наступлением же новых – санкционных – условий относительная интенсивность инвестиционной активности резко усилилась. Физобъём инвестиций в 2022 г. возрос на 6,7% (при слабом снижении ВВП), в 2023 г. – уже на 9,8% (при росте ВВП «всего лишь» на 3,6%, График 1). Позитивный «инвестиционный разрыв» (разница между темпами прироста инвестиций и ВВП) достиг рекордных за последние 15 лет значений². За два сложнейших кризисных года объём инвестиций в сопоставимых ценах возрос на 17,2% (2023 к 2021 г.), а за четыре (к 2019 г.) – на 27,1% (!).

График 1. Динамика инвестиций и ВВП (темпы роста)



¹ В данной работе используются результаты проекта ТЗ-52, выполняемого в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2024 г.

² Сопоставимый или более интенсивный рост инвестиций относительно ВВП наблюдался лишь в период инвестиционного бума 2000-х годов (в 2000-2001, 2004 и 2006-2007 гг.).

Безусловно, фиксируемая высокая инвестиционная активность отражает процессы структурной трансформации экономики. Идёт активная адаптация к новым, резко осложнившимся, внешним условиям и формирование заделов для последующего развития.

Однако высокие темпы роста инвестиций не должны создавать впечатления «беспроблемности» в этой сфере. «Ложечками дёгтя», заслуживающими учёта при оценке характера инвестиционной активности, являются следующие.

Первое. Вынужденный характер части прироста инвестиций, связанный, скорее с «вложениями в стабилизацию», а именно с необходимостью адаптации к возникшим ограничениям, чем с классическими «инвестициями в развитие».

Полноценно оценить соотношение этих двух функциональных компонент принципиально невозможно, но некоторой иллюстрацией может служить возникший разрыв между динамикой инвестиций по различным видам основных фондов. Речь идёт о резком ускорении динамики инвестиций в объекты интеллектуальной собственности (в т.ч. программное обеспечение) и «прочие виды фондов»³ – при замедленном росте «материально-вещественного» ядра инвестиций (нежилых зданий и сооружений, а также машин и оборудования). Прирост физобъёма по первой компоненте⁴ оценивается нами за 2022-2023 г. в 1,6 раза (!), что обеспечило 6,0 проц.п. прироста общего объёма инвестиций (из 17,2% общего прироста). Увеличение же физобъёма инвестиций в «материально-вещественное» ядро составило за два года 11,4%⁵ (тоже хороший результат, пусть и в полтора раза слабее наблюдаемой «верхнеуровневой» динамики⁶).

³ Включают затраты на возмещение убытков землепользователям, затраты на эксплуатационное бурение, затраты на выращивание и приобретение культивируемых биологических ресурсов, стоимость расходов на передачу прав собственности при покупке произведенных активов и др. (следует отметить, что затраты на приобретение оружия, используемого в целях обеспечения военной безопасности государства, не включаются в состав инвестиций в основной капитал).

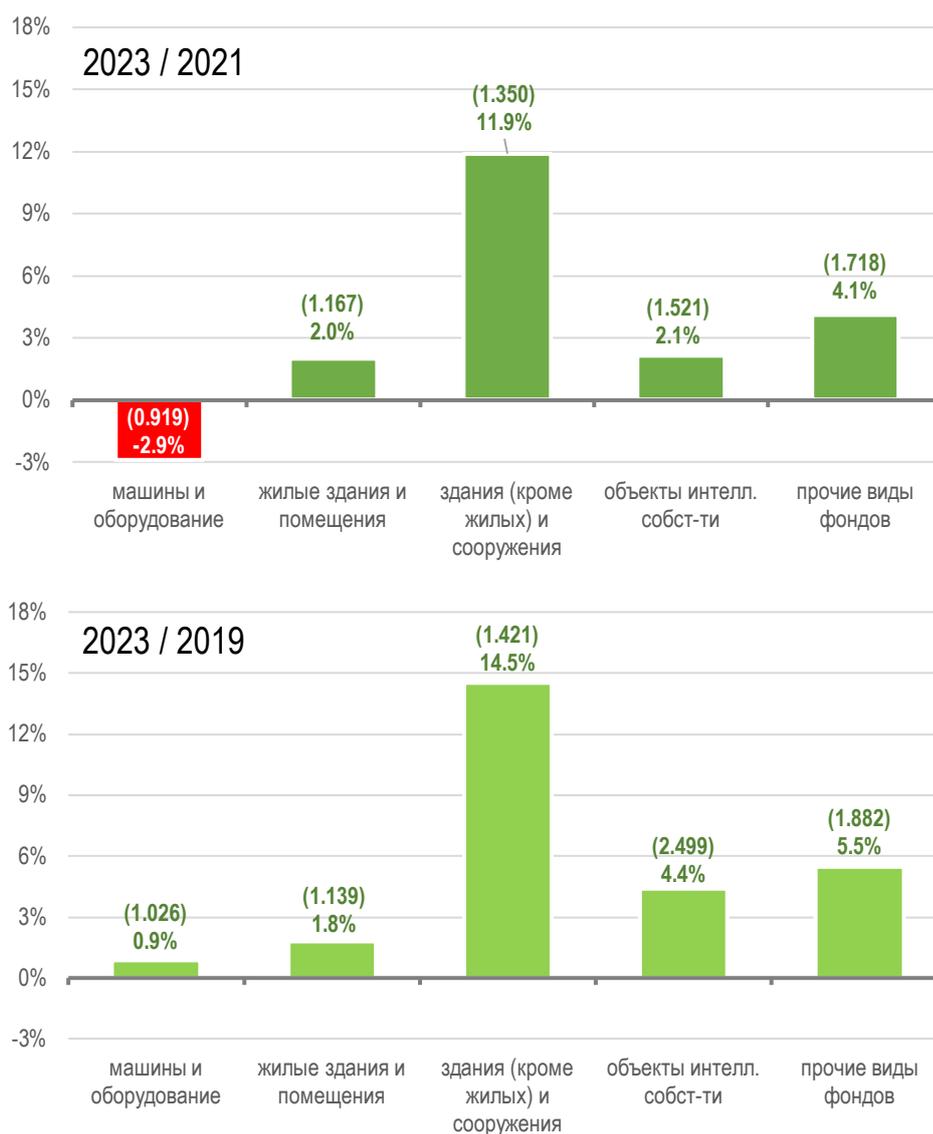
Следует также отметить ещё два обстоятельства. Во-первых, «прочая компонента» инвестиций в основной капитал может содержать «статистическое расхождение», связанное с объективными неточностями подсчёта отдельных компонентов инвестиций (динамики по другим видам фондов). Во-вторых, оценки динамики инвестиций по видам фондов за 2023 г. (как раз когда произошёл резкий скачок прочей компоненты) являются предварительными (первая оценка) и будут уточнены Росстатом ближе к концу года.

⁴ В целом по объектам интеллектуальной собственности и прочим видам фондов.

⁵ Что обеспечило 9,2 проц. п. общего прироста инвестиций (ещё 2,0 проц. п. – вклад прироста инвестиций в жилые здания и помещения).

⁶ При этом «адаптационная составляющая» наличествовала, очевидно, и в этой части, что проявилось в том числе в интенсивном наращивании инвестиций в нежилые здания и сооружения.

График 2. Разложение общего прироста инвестиций по видам фондов (проц.п., указан вклад в общий прирост инвестиций, в скобках – темп роста физобъёма компоненты)



Второе. Снижение «уровня технологичности» инвестиций в основной капитал, выразившееся в сокращении инвестиций в машины и оборудование (при ускоренном наращивании инвестиций в нежилые здания и сооружения). По оценке ЦМАКП по данным Росстата, в целом за 2022-2023 гг. физобъём инвестиций в машины и оборудование сократился на 8,1% – при наращивании инвестиций в нежилые здания и сооружения на 35,0% (График 2).⁷

⁷ Если сравнивать с ситуацией до начала «турбулентного периода» (к 2019), то за счёт роста инвестиций в машины и оборудование в 2021 г., ситуация несколько выправляется – по крайней мере, отсутствует снижение таких инвестиций по итогам всего периода – но серьёзный крен в сторону инвестиций в нежилые здания и сооружения сохраняется.

Врезка. О дополнительных факторах возможной смещённости оценок инвестиций

Следует отметить, что имеющиеся оценки динамики инвестиций в машины и оборудование могут быть несколько завышены из-за объективной невозможности учесть ряд факторов, основной из которых – мощные структурные изменения в корзине импортируемых товаров.

Расчёт физобъёма инвестиций (в т.ч. импортируемых машин и оборудования) проводится методом дефлятирования, т.е. объём импорта в текущих ценах делится на индекс цен (дефлятор). При этом корректный расчёт дефлятора по такой структурно неоднородной группе товаров, как машины и оборудование, даже в «спокойное время» представляет из себя нетривиальную задачу, так как имеющаяся отчётность не позволяет корректно выделить однородные группы товаров (для расчёта изменения цены за единицу товара). В случае же имевшей место мощной реструктуризации потоков торговли вероятность смещённых вверх оценок возрастает из-за того, что в 2022-2023 гг. происходила переориентация импорта «с Европы на Китай» – то есть с рынков с более высокой стоимостью единицы товара – на рынок с более низкой (из-за разницы в качественных характеристиках товаров). Дополнительную сложность представляет и необходимость учёта логистических издержек в рамках схем «параллельного импорта», а также усложнение расчётов с контрагентами.

Третье. Дальнейшее сжатие «ресурсной базы» для финансирования инвестиций, выразившееся в дальнейшем наращивании доли собственных средств, подкреплённых беспрецедентным усилением роли госфинансирования. Суммарно эти два источника обеспечили практически весь прирост инвестиций (90% от суммарного прироста средств по основным источникам, см. График 3). В результате, на них в 2023 г. пришлось уже 81% всех инвестиций – против 72% в 2017 г. и 75% в 2019 г. (График 4).

Одновременно приток средств от российских банков кратно снизился (+178 млрд руб. за два года⁸ против 453 млрд руб. за 2019-2021 гг. и 508 млрд руб. за 2017-2019 гг.), а по зарубежным источникам ожидаемо фиксировался отток⁹ (-367 млрд руб.).

⁸ Здесь и далее в данном блоке абсолютные оценки прироста – в сопоставимых ценах 2023 г.

⁹ Интересно, что вдвое более сильный отток зарубежных средств фиксировался в период 2018-2019 гг., как результат очередной волны санкций (стартовавшей в 2017 г., когда президент США Д.Трамп подписал федеральный закон «О противодействии противникам Америки посредством санкций» и продолжившейся в 2018 г. в связи с обвинениями России в связи с «делом Скрипалей»).

График 3 – Прирост (сокращение) в абсолютном выражении источников финансирования инвестиций в основной капитал (млрд руб. в ценах 2023 г.)¹⁰

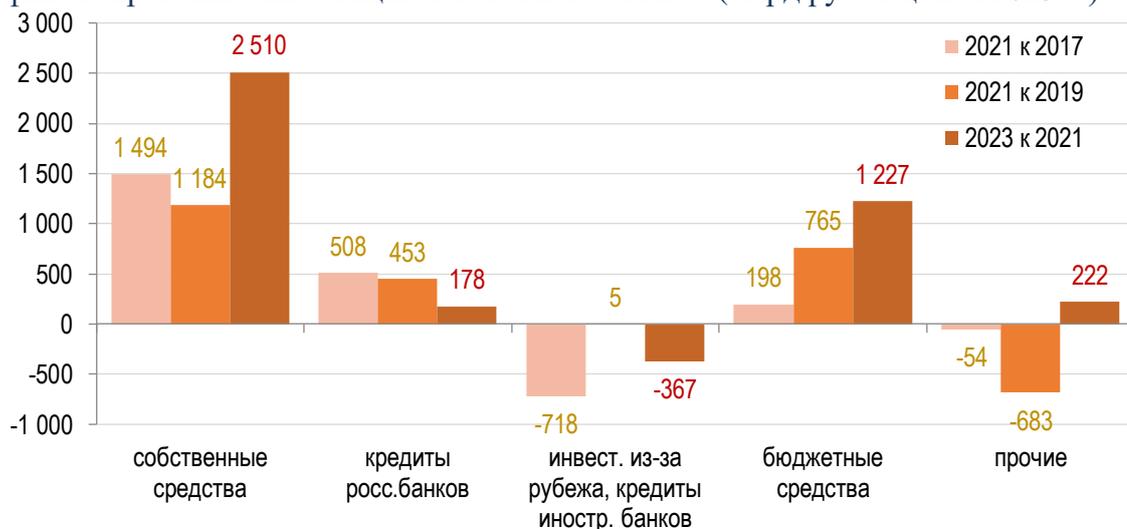


График 4 – Структура инвестиций по источникам финансирования, млрд руб.¹¹



¹⁰ Объем заёмных средств других организаций распределён пропорционально остальным источникам финансирования (на графиках 3 и 4). Для периода 2017-2019 и 2019-2021 гг. его значимого изменения не наблюдалось (оценивается в -42 и +24 млрд руб. соответственно), а в 2021-2023 гг. их прирост оценивается в 827 млрд руб. (в ценах 2023 г.).

Основу прочих источников составляют средства от выпуска корпоративных облигаций и от эмиссии акций, а также средства организаций и населения на доленое строительство (после 2020 г. – эскроу-счета).

¹¹ Без учёта заёмных средств других организаций, см. также сноску 10.

Отраслевые особенности

Помимо общей, достаточно благоприятной, ситуации с инвестициями, проявляющейся на «верхнем уровне» рассмотрения, отраслевые особенности динамики инвестиций следует охарактеризовать также как вполне позитивные. Такая оценка обусловлена двумя основными обстоятельствами.

Во-первых, даже в шоковом 2022 г. инвестиционная активность снизилась далеко не фронтально, менее чем в половине основных секторов. И сразу вслед за снижением, в 2023 г. почти во всех секторах зафиксирован прирост инвестиций, в большинстве случаев – двухзначными темпами. При этом по большинству секторов рост вышел за пределы восстановительного (был превышен уровень 2021 г., (Таблица 1).

Основной прирост инвестиций за 2022-2023 гг. был сосредоточен в трех крупных секторах: ТЭК (темп прироста физического объема инвестиций составил 17,8%), транспорт (24,7%), строительство и недвижимость (21,2%). Их вклад в общий объем прироста инвестиций по экономике составил 12,4% (из 17,1%).

Таблица 1 – Динамика инвестиций в основной капитал по укрупнённым секторам

Сектор	Темп прироста инвестиций, %			Вклад в прирост, %
	2022 к 2021	2023 к 2022	за период 2022-2023	за период 2022-2023
Всего	6,7%	9,8%	17,1%	17,1%
Сельское и лесное хозяйство	-0,7%	0,7%	0,0%	0,0%
ТЭК	6,0%	11,1%	17,8%	3,6%
Сырье и материалы	5,8%	12,6%	19,1%	1,6%
Потребительская продукция	-16,7%	7,9%	-10,1%	-0,2%
Здравоохранение и фарма	-7,1%	-1,2%	-8,2%	-0,2%
Машиностроение	-10,5%	33,5%	19,5%	0,6%
Строительство и недвижимость	15,1%	5,3%	21,2%	4,7%
Розничная торговля	-25,0%	6,7%	-20,0%	-0,3%
Транспорт	14,9%	8,5%	24,7%	4,1%
Персональные услуги	21,2%	9,7%	32,9%	0,6%
ИКТ	-7,1%	19,6%	11,1%	0,5%
Финансы и страхование	-0,6%	11,3%	10,6%	0,3%
Коммерческие услуги	-6,7%	11,4%	3,9%	0,1%
Госуправление	21,8%	12,0%	36,3%	0,7%
Образование	2,9%	16,0%	19,4%	0,4%
Прочие*	8,3%	18,3%	28,0%	0,6%

состав укрупненных секторов представлен в Приложении 2

* крупнейший сектор внутри группы – оптовая торговля; также включает в себя незначительное статрасхождение, связанное с разницей в весах при расчёте вкладов по отраслям и темпа физобъема по экономике в целом

Во-вторых, хотя в ряде секторов и наблюдалось сокращение¹² или стагнация инвестиций, это не следует трактовать как однозначно негативное явление. Такая динамика была преимущественно обусловлена естественными факторами, в т.ч. уже достигнутым высоким уровнем инвестиционной активности (по подавляющему большинству секторов в 2023 г. норма накопления оказалась выше среднеголетнего уровня, рассчитанного за 2014-2022 гг., График 5):

– сокращение инвестиций в розничной торговле во многом вызвано уже существующим достаточно высоким уровнем развития торговой инфраструктуры, «натолкнувшись» на необходимость сокращения торговых площадей вследствие неожиданно быстрого расширения Интернет-торговли, внезапным драйвером для которой стала пандемия ковида;

– понижение инвестиций в здравоохранении в настоящее время является естественным процессом, поскольку уровень инвестиций, резко возросший «в ковид», на текущий момент остается высоким несмотря на завершение пандемии (норма накопления в 2023 г. превышает ее среднее значение 2014-2022 гг. на 38%);

– стагнация инвестиций в сельском хозяйстве также проходит в условиях в целом высокого «по историческим меркам» уровня инвестиций (норма инвестиций – 110% от среднеголетнего, см. График 5), при этом развитие отрасли все последние годы идет достаточно активно (что проявляется как в наращивании экспорта, так и снижении доли импорта¹³);

– на уровне укрупненного сектора – производства потребительских товаров в целом – ситуация схожа с наблюдаемой по сельскому хозяйству (основной вес в секторе имеет пищевая промышленность, где успешное функционирование сектора проходит в условиях давно достигнутой умеренно высокой нормы инвестирования, см. Приложение 1).

Неблагоприятная ситуация с динамикой инвестиций выявляется в ограниченном числе случаев, лишь при рассмотрении ситуации более детально, на уровне отдельных видов деятельности, а не укрупненных секторов (см. График 6):

– в автомобилестроении спад инвестиций отражает переход (в части легковых автомобилей) к ограниченной по масштабам модели сборочных производств китайских автомобилей (без запуска значимых процессов локализации);

¹² Снижение инвестиций за период 2022-2023 гг. наблюдалось лишь в следующих секторах: розничная торговля (-20,0%), потребительские товары (-10,1%), здравоохранение и фармацевтика (-8,2%). По сектору сельское и лесное хозяйство инвестиции остались неизменными.

¹³ Следует отметить, что с 2020 г. сельское хозяйство впервые за «новейшую историю» стало чистым экспортером, к 2023 г. положительное сальдо торговли достигло 6% от ВДС сектора.

– в деревообработке инвестиционная активность сдерживается избытком «запертых мощностей» на северо-западе страны (при отсутствии дешевых логистических возможностей по переориентации экспорта на альтернативные рынки);

– в фармацевтике, после наращивания инвестиций в ковидный период, дальнейшее развитие ограничивается принципиальной сложностью со встраиванием отрасли в международные цепочки создания стоимости, для которых характерно доминирование в них корпораций из недружественных стран;

– в полиграфии низкая инвестиционная активность имеет фундаментальные причины, связанные с глобальным трендом на снижение значимости сектора как следствие цифровизации.

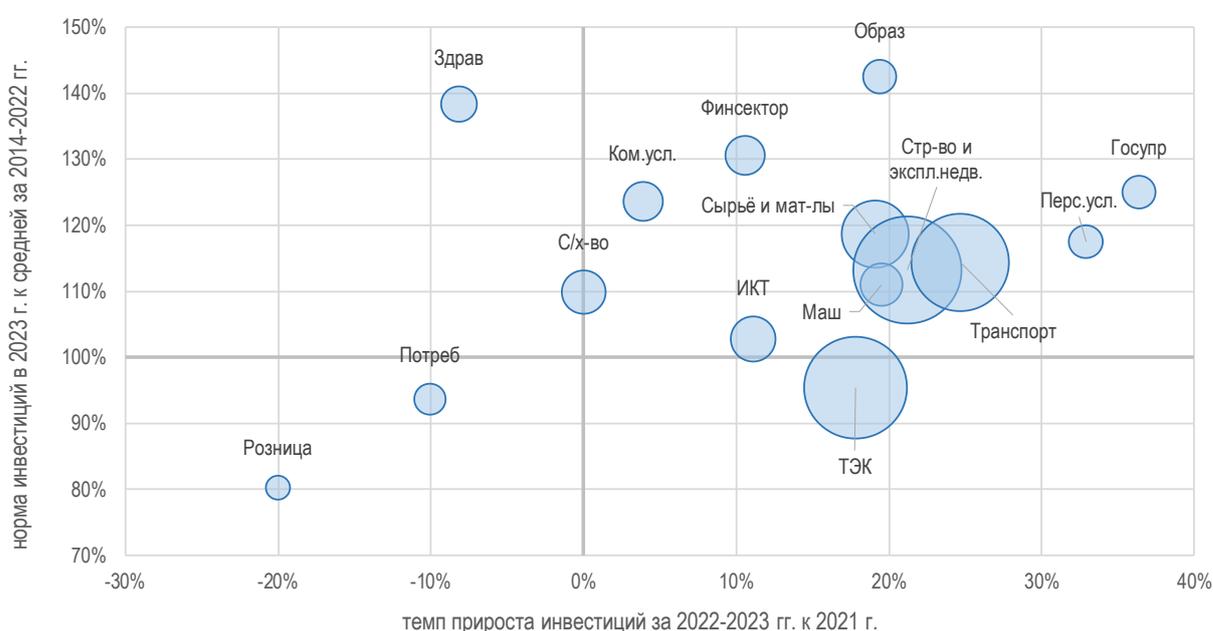


График 5 – Распределение укрупненных секторов по динамике и уровню инвестиционной активности

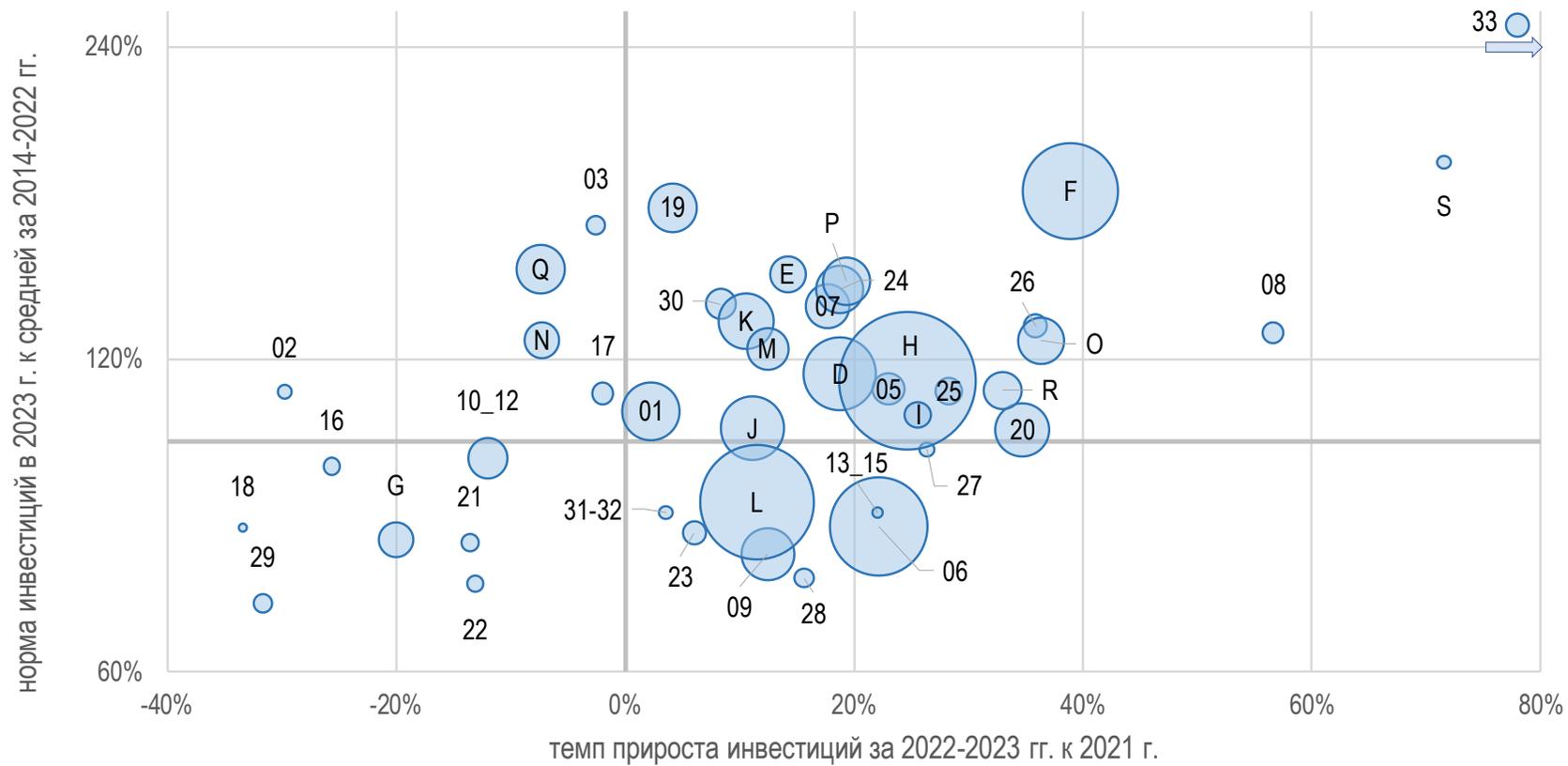
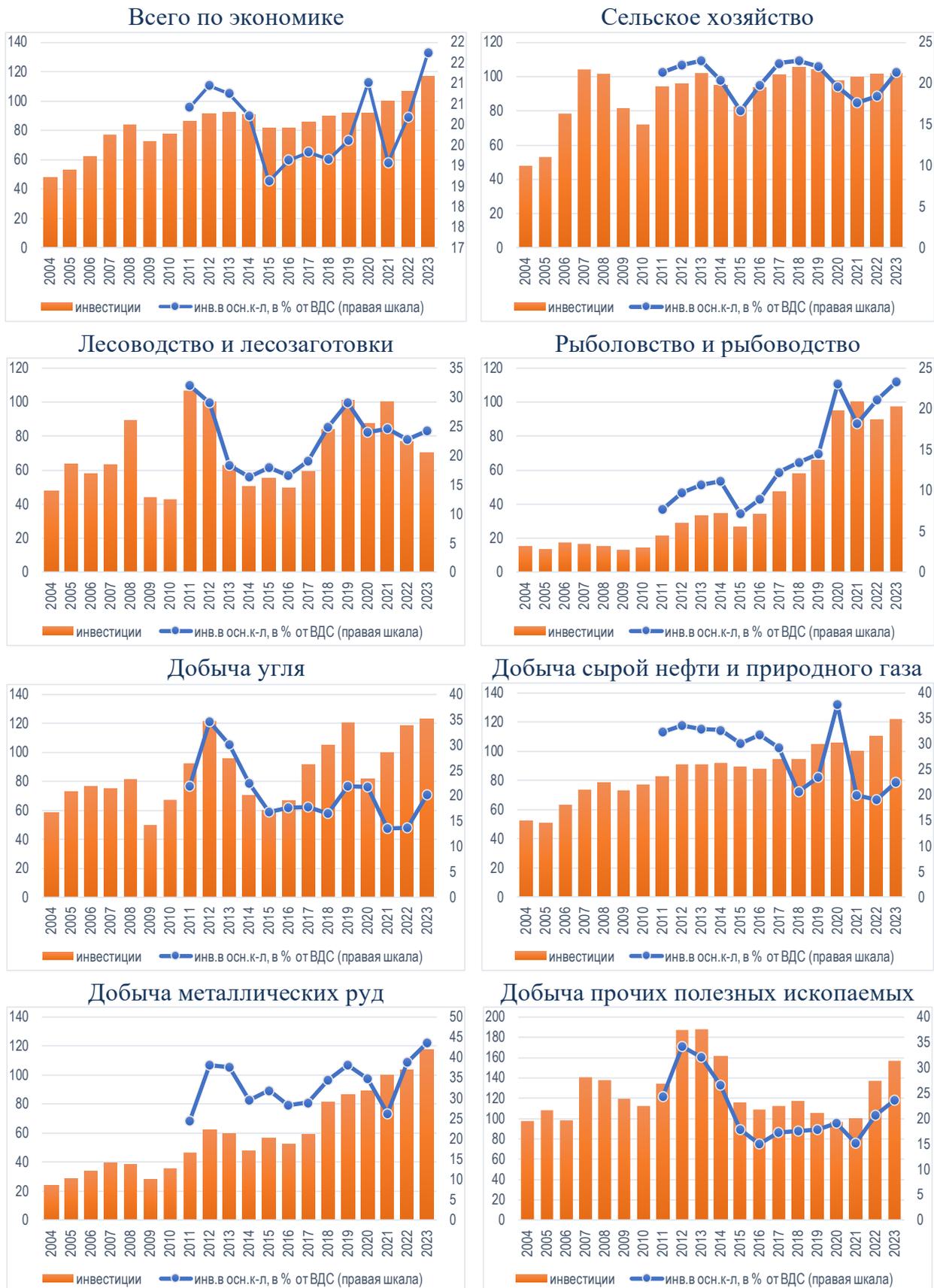
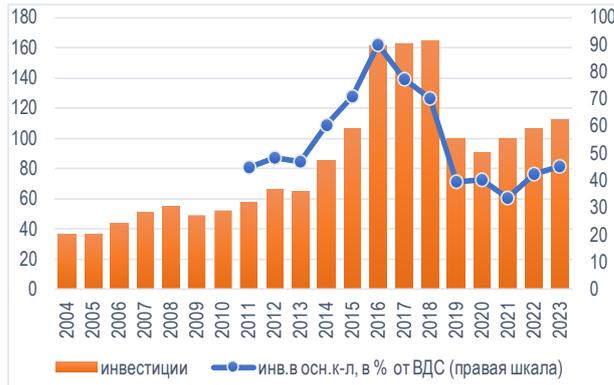


График 6 – Распределение видов деятельности по динамике и уровню инвестиционной активности (коды ОКВЭД – см. Приложение 2)

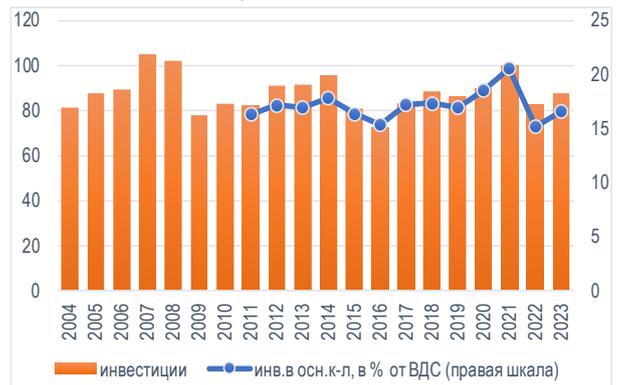
Приложение 1. Динамика инвестиций в основной капитал (2021=100, сопоставимые цены) и их соотношение с ВДС



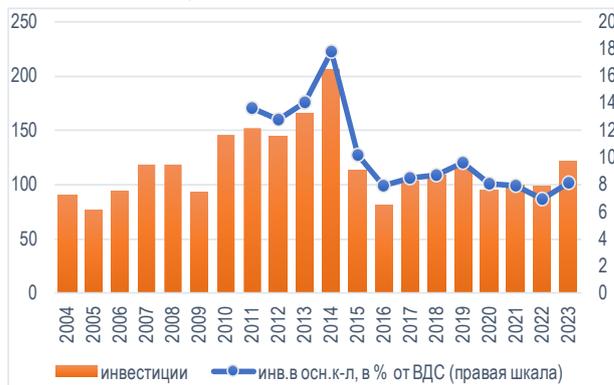
Предоставление услуг в области добычи полезных ископаемых



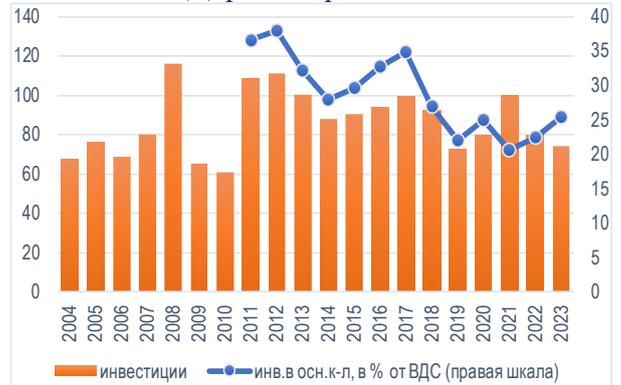
Производство пищевых продуктов, напитков, табачных изделий



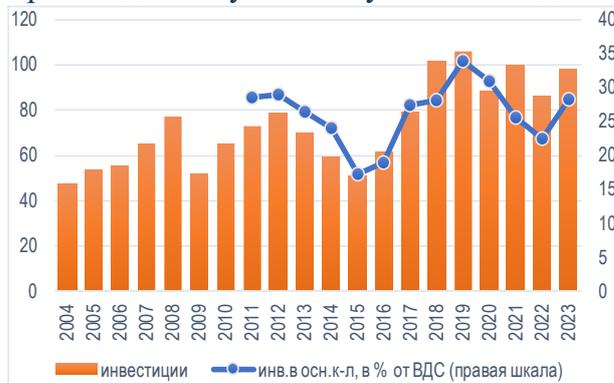
Производство текстильных изделий, одежды, кожи и изделий из кожи



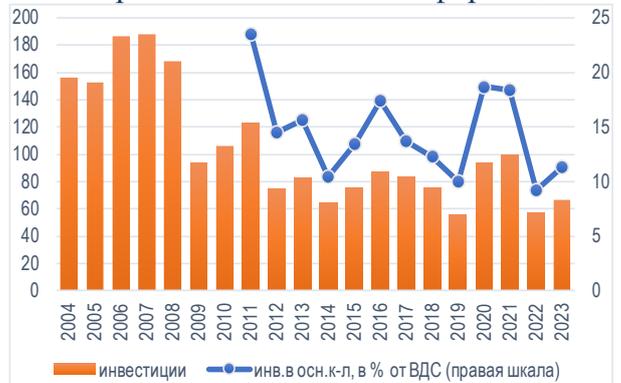
Деревообработка



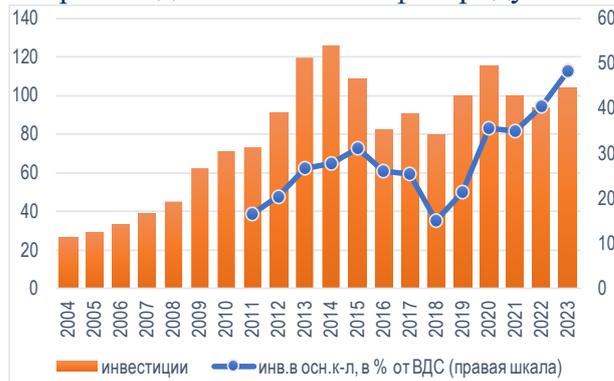
Производство бумаги и бумажных изделий



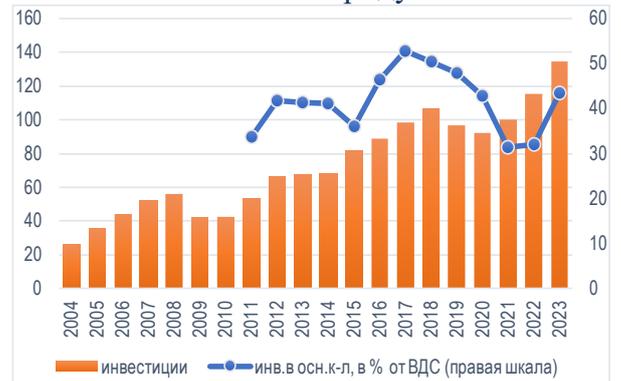
Деятельность полиграфическая и копирование носителей информации



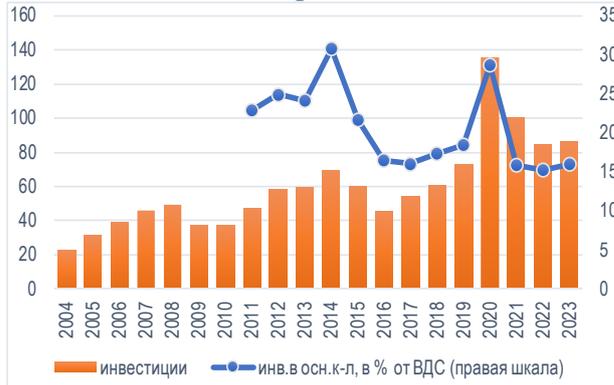
Производство кокса и нефтепродуктов



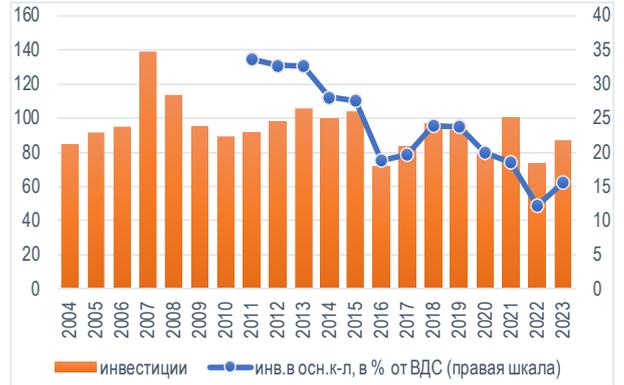
Производство химических веществ и химических продуктов



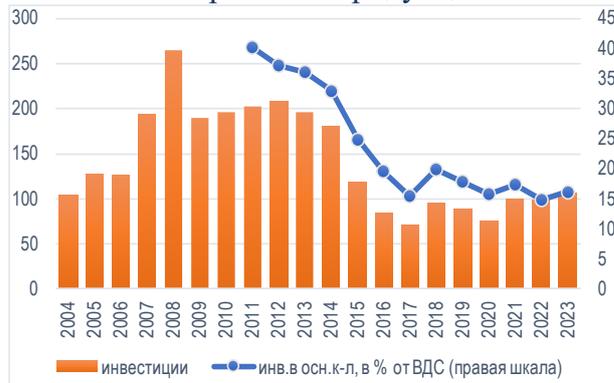
Производство лекарственных средств и материалов



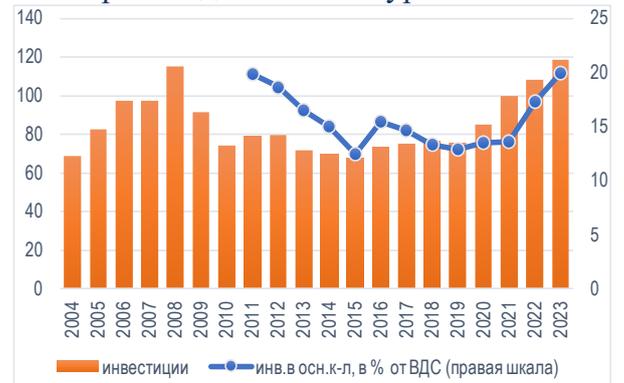
Производство резиновых и пластмассовых изделий



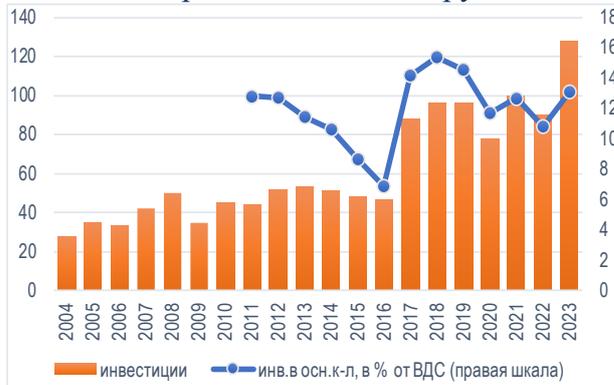
Производство прочей неметаллической минеральной продукции



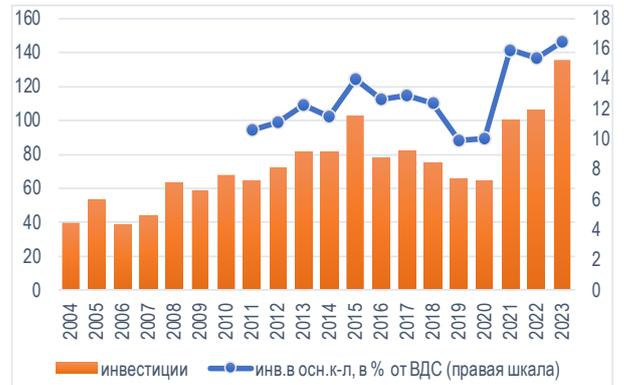
Производство металлургическое



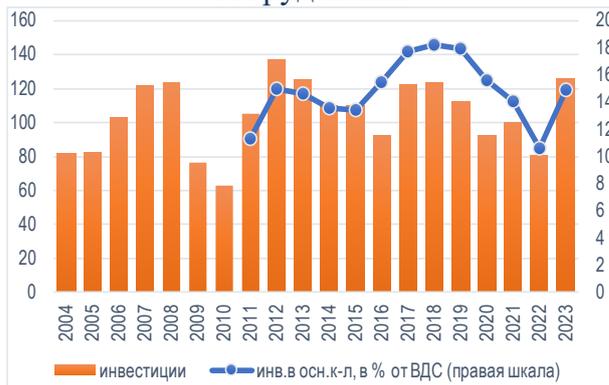
Производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования



Производство компьютеров, электронных и оптических изделий



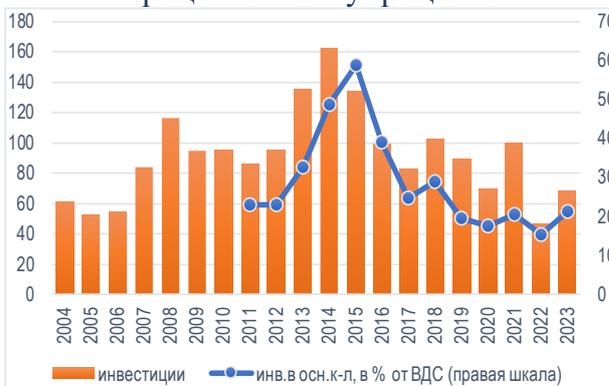
Производство электрического оборудования



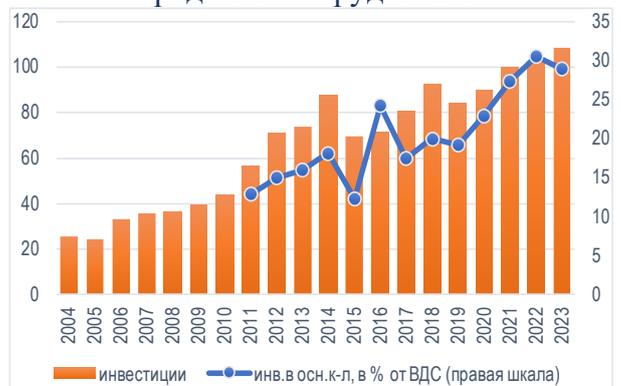
Производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки



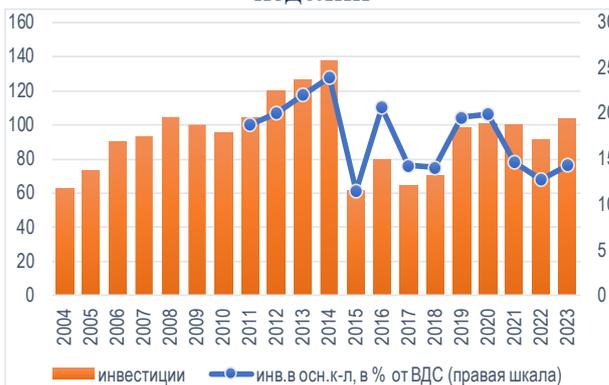
Производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов



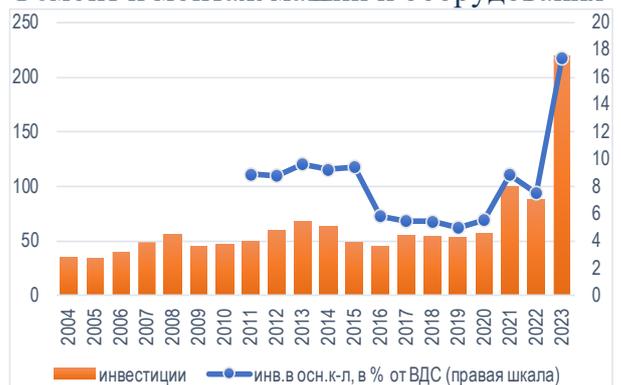
Производство прочих транспортных средств и оборудования



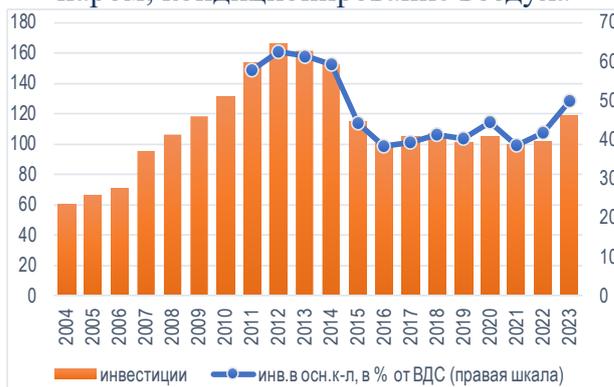
Производство мебели, прочих готовых изделий



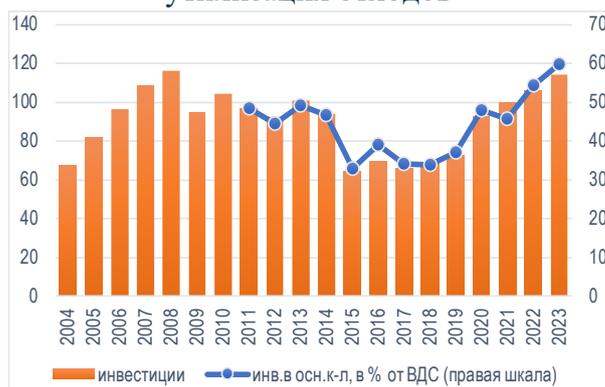
Ремонт и монтаж машин и оборудования



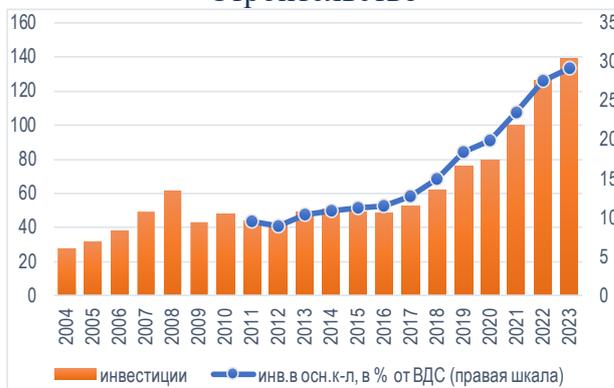
Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха



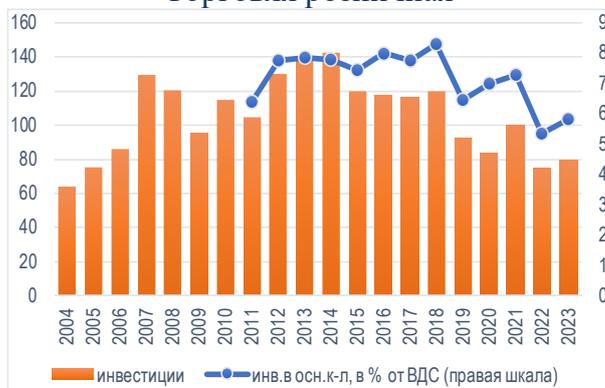
Водоснабжение; водоотведение, сбор и утилизация отходов



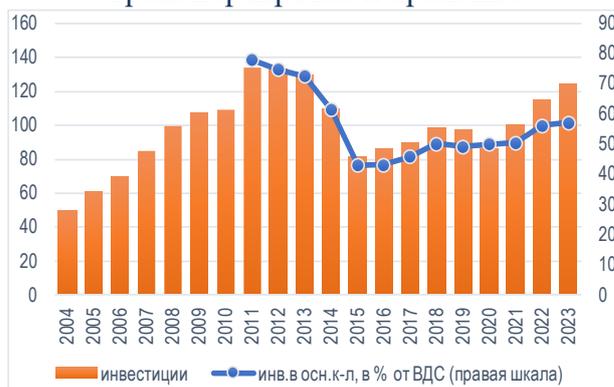
Строительство



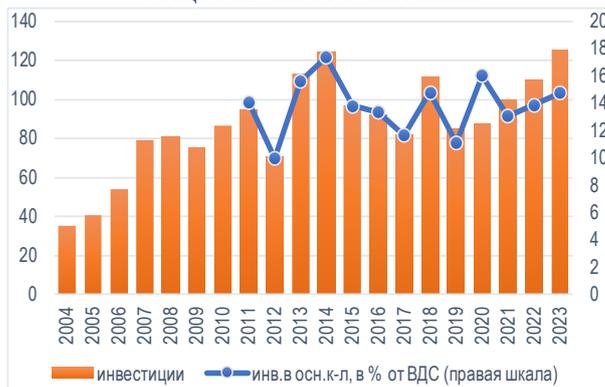
Торговля розничная



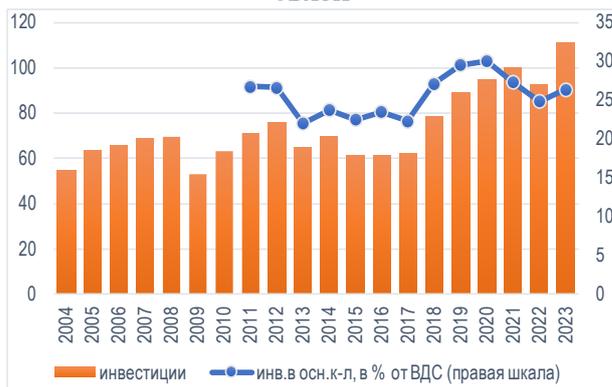
Транспортировка и хранение



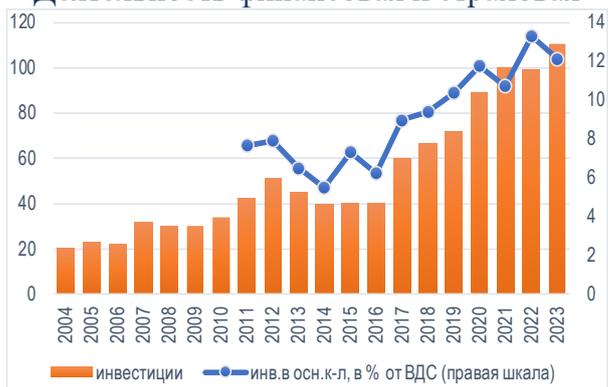
Деятельность гостиниц и предприятий общественного питания



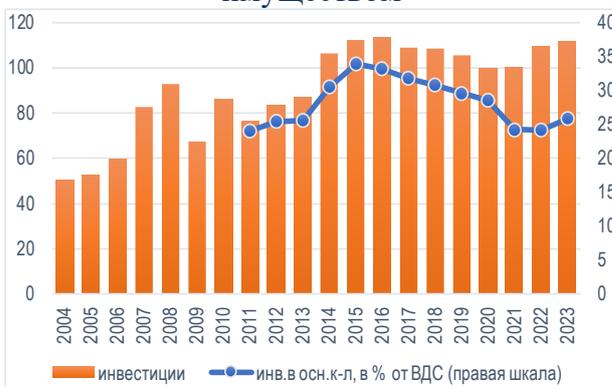
Деятельность в области информации и связи



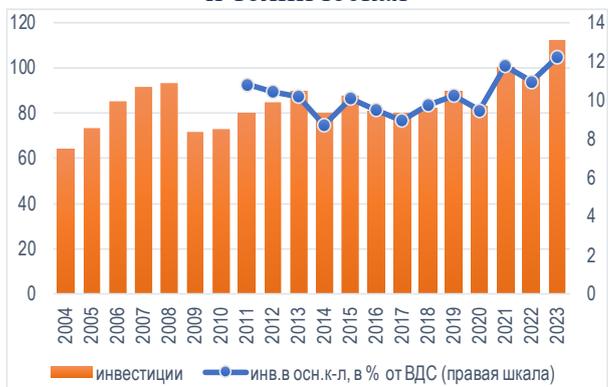
Деятельность финансовая и страховая



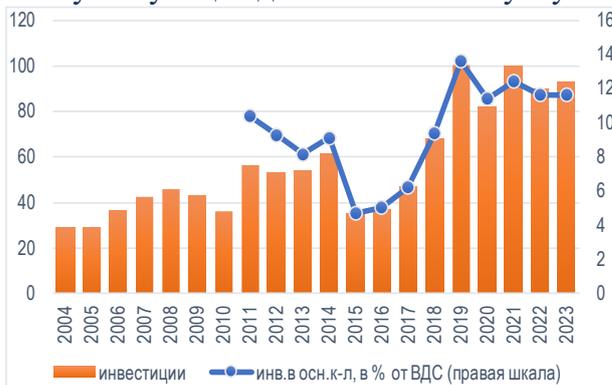
Деятельность по операциям с недвижимым имуществом



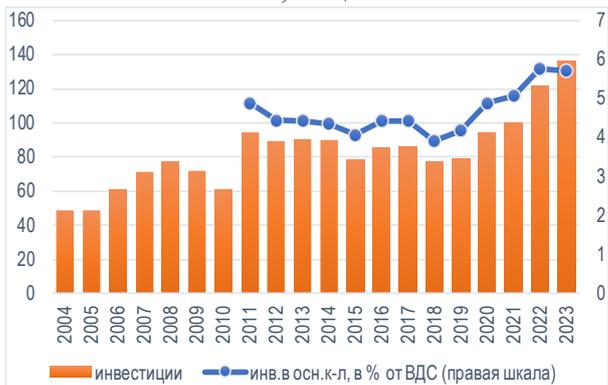
Деятельность профессиональная, научная и техническая



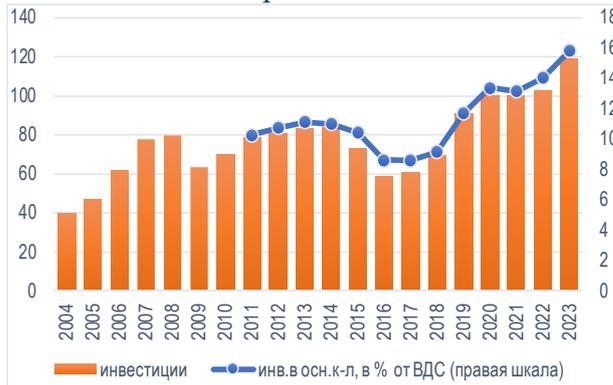
Деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги



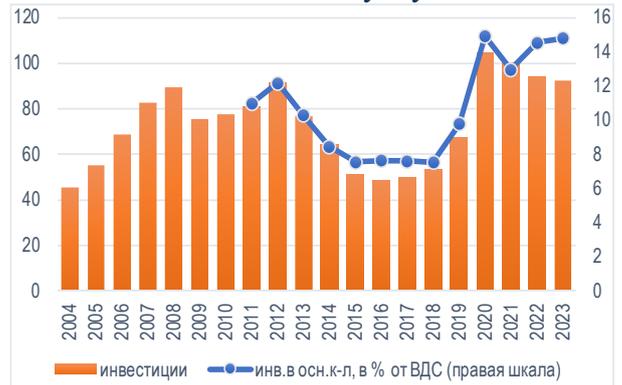
Госуправление и обеспечение военной безопасности; соцобеспечение



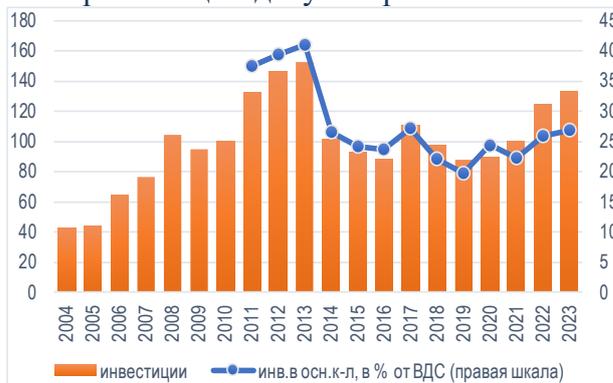
Образование



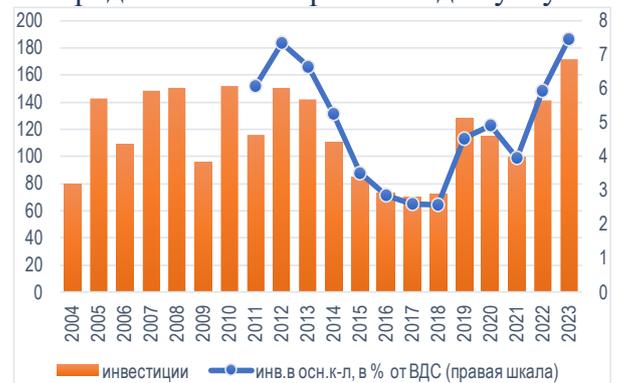
Деятельность в области здравоохранения и социальных услуг



Деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений



Предоставление прочих видов услуг



Приложение 2. Состав укрупнённых секторов экономики

Название	Код ОКВЭД
Сельское и лесное хозяйство	
Растениеводство и животноводство, охота и предоставление соответствующих услуг в этих областях	01
Лесоводство и лесозаготовки	02
Рыболовство и рыбоводство	03
ТЭК	
Добыча угля	05
Добыча сырой нефти и природного газа	06
Предоставление услуг в области добычи полезных ископаемых	09
Производство кокса и нефтепродуктов	19
Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	D
Сырье и материалы	
Добыча металлических руд	07
Добыча прочих полезных ископаемых	08
Обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели, производство изделий из соломки и материалов для плетения	16
Производство бумаги и бумажных изделий	17
Производство химических веществ и химических продуктов	20
Производство резиновых и пластмассовых изделий	22
Производство прочей неметаллической минеральной продукции	23
Производство металлургическое	24
Потребительская продукция	
Производство пищевых продуктов, напитков, табачных изделий	10-12
Производство текстильных изделий, одежды, кожи и изделий из кожи	13-15
Деятельность полиграфическая и копирование носителей информации	18
Производство мебели, прочих готовых изделий	31-32
Здравоохранение и фарма	
Производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях	21
Деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	Q
Машиностроение	
Производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования	25
Производство компьютеров, электронных и оптических изделий	26
Производство электрического оборудования	27
Производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	28
Производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов	29
Производство прочих транспортных средств и оборудования	30
Ремонт и монтаж машин и оборудования	33
Строительство и недвижимость	
Водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	E
Строительство	F
Деятельность по операциям с недвижимым имуществом	L
Розничная торговля	47
Транспорт	H

Название	Код ОКВЭД
Персональные услуги	
Деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	I
Деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений	R
Предоставление прочих видов услуг	S
ИКТ	
Деятельность в области информации и связи	J
Финансы и страхование	
Деятельность финансовая и страховая	K
Коммерческие услуги	
Деятельность профессиональная, научная и техническая	M
Деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	N
Госуправление	
Государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение	O
Образование	P

Материал подготовили:

руководитель направления Сальников В.А.

ведущий эксперт Галимов Д.И.

ведущий эксперт Гнидченко А.А.

ведущий эксперт Михеева О.М.