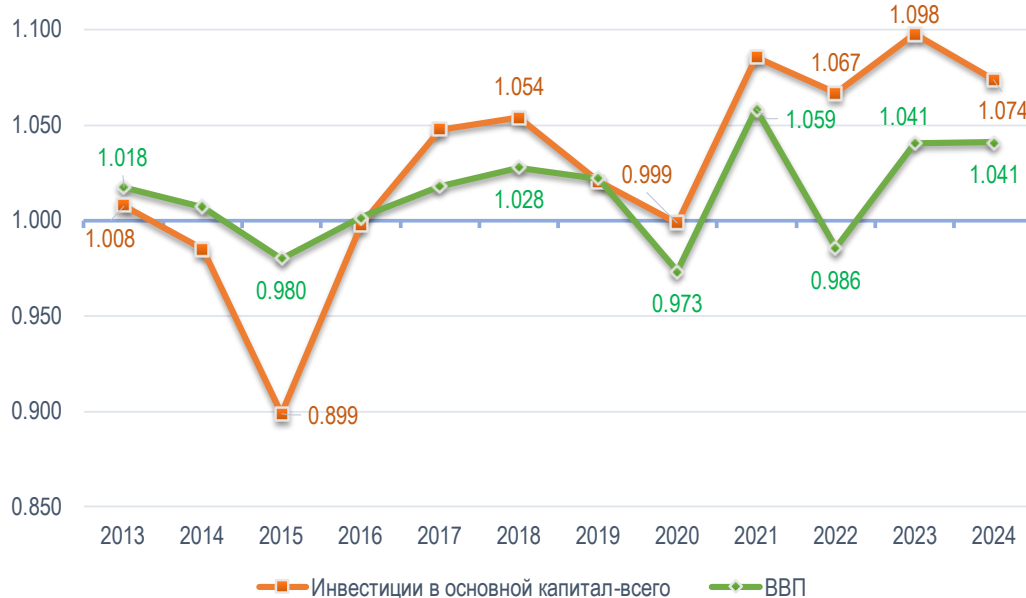


Этюд 6. Инвестиционная активность в турбулентную пятилетку: «грустить нельзя радоваться»¹

В последние годы в экономике России возник примечательный (и, при прочих равных, весьма позитивный) феномен: динамика инвестиций в основной капитал начала значимо обгонять прирост ВВП (График 1). За пять лет (2020-2024) физический объём инвестиций возрос более чем на треть (+36,5%), при увеличении ВВП лишь на 10,1%. Позитивный «инвестиционный разрыв» (разница между темпами прироста инвестиций и ВВП) достиг рекордных за последние 15 лет значений².

Формально, такой режим развития можно было бы назвать «инвестиционно-ориентированным ростом», за которым стоит не только адаптация к новым (ограничивающим) внешним условиям, но и нацеленная на развитие структурная трансформация экономики. Однако анализ показывает, что реальная ситуация гораздо сложнее и далеко не столь позитивна.

График 1. Динамика инвестиций и ВВП (темпы роста)



¹ В работе используются результаты проекта ФИ-2025-63, выполняемого в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2025 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.).

Омрачающие обстоятельства

За высокими верхнеуровневыми темпами роста инвестиций скрывается ряд явлений (числом не менее пяти!), не позволяющих оценивать ситуацию как однозначно позитивную. Более подробно речь идёт о следующем.

Обстоятельство №1. Технологическая стагнация

Главной проблемой является отсутствие значимого прогресса в повышении «уровня технологичности» инвестиций в основной капитал. Динамика физобъёма инвестиций в машины и оборудование – один из ключевых показателей, определяющих действительную интенсивность технологической модернизации экономики – в последние годы «оставляет желать много лучшего». В 2022 г. инвестиции в машины и оборудование сократились (-12% к 2021 г.), а в 2023 г. – стагнировали; лишь в 2024 г. они восстановились до уровня 2021 г., при этом лишь на 13% превысив 2019 г.

Кроме того, при рассмотрении более глубокой ретроспективы окажется, что если общий объем инвестиций к началу «турбулентной пятилетки» (2019 г.) хотя бы восстановился до уровня 2013 г. (и в дальнейшем его заметно превзошёл), то в части машин и оборудования в 2019 г. ещё сохранялось отставание от уровня 2013 г. (!), которое было преодолено лишь к 2024 г. В целом же за весь период 2014-2024 гг. среднемноголетний уровень инвестиций в машины и оборудование был на 15% ниже уровня 2013 г. (!) Таким образом, в части реальной технологической модернизации необходимо констатировать серьёзнейшее недоинвестирование, накопленное за последнее десятилетие (График 2).

Следует также заметить, что:

1) взятый в качестве базы 2013 г. не является инвестиционно-активным: к этому периоду был лишь преодолён спад инвестиций в 2009 г. (когда они сократились на 13,5%); норма валового накопления в 2013 г. составила 23,3% – невысокое по мировым меркам значение, никак не соответствующее уровню стран, проходивших периоды активной технологической модернизации;

2) высоковероятно, что используемые оценки (по данным Росстата) инвестиций в машины и оборудование представляют из себя «оценку сверху» из-за объективной невозможности учесть скрытое удорожание импортируемого оборудования.³

График 2. Ключевые элементы инвестиций в основной капитал
(в физическом выражении, 2013=100)



Обстоятельство №2. Региональная сверхцентрализация

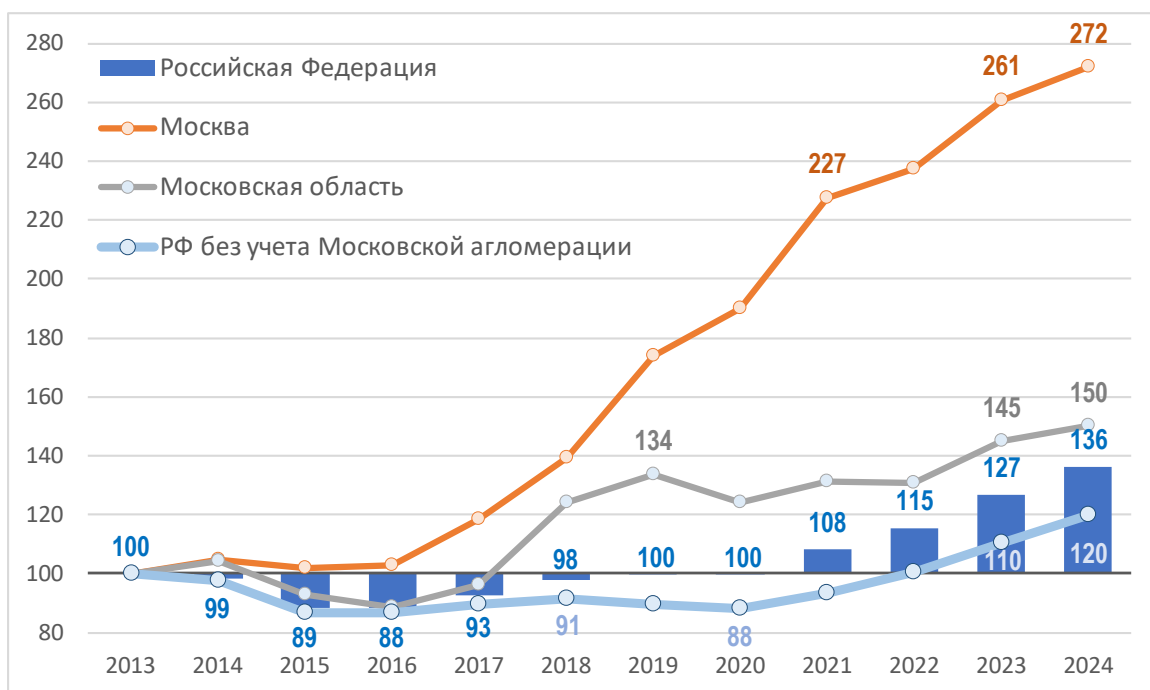
Ещё одной скрытой за «верхнеуровневым позитивом» проблемой является активная «централизация» инвестиций – прежде всего, в смысле их стягивания в московскую агломерацию. С 2013 г. физический объём инвестиций увеличился в Москве в 2,72 раза, в Московской области – в 1,50 раза, в то время как по России в целом – в 1,36 раза. Это означает, что в целом за пределами

³ Расчёт физобъёма инвестиций проводится методом дефлятирования, т.е. инвестиционные расходы в текущих ценах делятся на индекс цен (дефлятор). При этом корректный расчёт дефлятора по такой неоднородной группе товаров, как импортные машины и оборудование, даже в «спокойное время» представляет из себя нетривиальную задачу из-за сложностей с выделением однородных групп 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 произошла переориентация импорта с рынков недружественных стран (с рынков с более высокой стоимостью единицы товара) на Китай, при не вполне понятной разнице в качестве товаров. Дополнительное смещение должен порождать и недоучёт логистических издержек в рамках схем «параллельного импорта», а также усложнения расчётов.

московской агломерации с 2013 г. инвестиции увеличились лишь в 1,20 раза (эквивалентно приросту на 1,7% в год).⁴

Дополнительный учёт «обстоятельства №1» – отставания вложений в машины и оборудование от общего роста инвестиций – означает, что за пределами московской агломерации интенсивность технологической модернизации в 2024 г. оставалась ниже уровня 2013 г.⁵

График 3. Региональные особенности динамики инвестиций в основной капитал
(в физическом выражении, 2013=100)



⁴ Процессы изменения интенсивности инвестиционной активности, конечно, не были однородны по остальным регионам. Основной тренд последних пяти лет – ускоренный рост инвестиций в большинстве дальневосточных регионов, в ключевых промышленных регионах (Ленинградская, Иркутская, Нижегородская, Новосибирская области, Красноярский край, Республики Татарстан, Республика Башкортостан), ряде регионов Юга России (Ростовская область, Краснодарский край, Чеченская Республика, Республика Крым) при очень медленном росте (а подчас и снижении) инвестиций в остальных субъектах. Состав антирекордсменов (спад инвестиций за 5 лет на 15% и более, в порядке ухудшения ситуации): Омская область, Ненецкий автономный округ, Республика Крым, Воронежская, Вологодская, Архангельская, Астраханская, Орловская, Архангельская (без а/о), Тамбовская области, Республика Ингушетия.

⁵ По оценке, инвестиции в машины и оборудование в 2024 г. были ниже 2013 г. на 5-10% (более точная оценка невозможна из-за отсутствия на момент подготовки данного доклада данных о структуре инвестиций по видам фондов в разрезе субъектов РФ за 2024 г.).

Обстоятельство №3. Вынужденная цифровизация

Особенностью турбулентной пятилетки стал галопирующий рост инвестиций в объекты интеллектуальной собственности (ОИС). За пять лет в текущих ценах они возросли в 3,7 раза (общий объем инвестиций – в 2,0 раза), в сопоставимых ценах – примерно в 2,4 раза (оценка ЦМАКП⁶, График 4).

Проблема в том, что этот рост имел во многом вынужденный характер. По итогам пятилетки 2/3 прироста инвестиций в ОИС пришлось на программное обеспечение (ПО).⁷ И если в 2020-2021 гг. это была преимущественно адаптация к ковидным изменениям, то в 2022-2024 гг. – к уходу иностранных вендоров. Иными словами, повышенные расходы в этой части не столько создавали новую для потребителя стоимость, сколько компенсировали потери.

Врезка. О дефляторе инвестиций в части прочих видов фондов

Резкое увеличение инвестиций в ПО спровоцировало повышение цен, судя по всему, не до конца учтённое в статистике инвестиций. Согласно данным Росстата, «цены на прочую продукцию (затраты, услуги) инвестиционного назначения» с 2019 г. возросли на 22,3%. Если же учесть, что входящие в их состав расходы на «программное обеспечение и базы данных» подорожали на 89%⁸, увеличение цен на оставшиеся прочие виды затрат и услуг инвестиционного назначения⁹ должно было бы составить лишь 8,9% за пять «инфляционных лет» (2020-2024) – что представляется крайне маловероятным.

По нашей оценке, вынужденные расходы¹⁰ в этой части оцениваются примерно в 4% от общего объёма инвестиций в 2024 г. (или 1,6 трлн руб.). Иными словами, без этих расходов темп прироста общего объёма инвестиций

⁶ Оценка получена при использовании в качестве дефлятора «Индекса цен на прочую продукцию (затраты, услуги) инвестиционного назначения» (в этой более крупной группе, по которой Росстат публикует индекс цен, ОИС в 2024 г. занимали 52%), с поправкой на удорожание программного обеспечения.

⁷ Инвестиции в программное обеспечение (в текущих ценах) за 2020-2023 г. возросли в 3,9 раза, а в целом за пять лет, по оценке, – в 5,3 раза (необходимость оценки связана с тем, что с 2024 г. изменилось разбиение инвестиций в объекты интеллектуальной собственности: появилась статья «права пользования нематериальными активами», в результате чего состав прежних позиций, в т.ч. расходов на «программное обеспечение, базы данных» стал несопоставим с отчётностью прежних лет).

⁸ Используется дефлятор ВДС по виду деятельности «Разработка компьютерного программного обеспечения, консультационные услуги в данной области и другие сопутствующие услуги; деятельность в области информационных технологий».

⁹ Включают затраты и расходы на научные исследования и разработки, на разведку недр и оценку запасов полезных ископаемых, на эксплуатационное бурение, на выращивание и приобретение культивируемых биологических ресурсов, на возмещение убытков землепользователям, 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).

¹⁰ Включая недоучтённое в дефляторе удорожание инвестиций в этой части (см. Врезку).

в основной капитал по экономике в целом в 2020-2024 гг. был бы ниже примерно на 0,8 проц.п. ежегодно.

График 4. Динамика инвестиций в основной капитал по видам фондов (в физическом выражении¹¹, 2013=100)

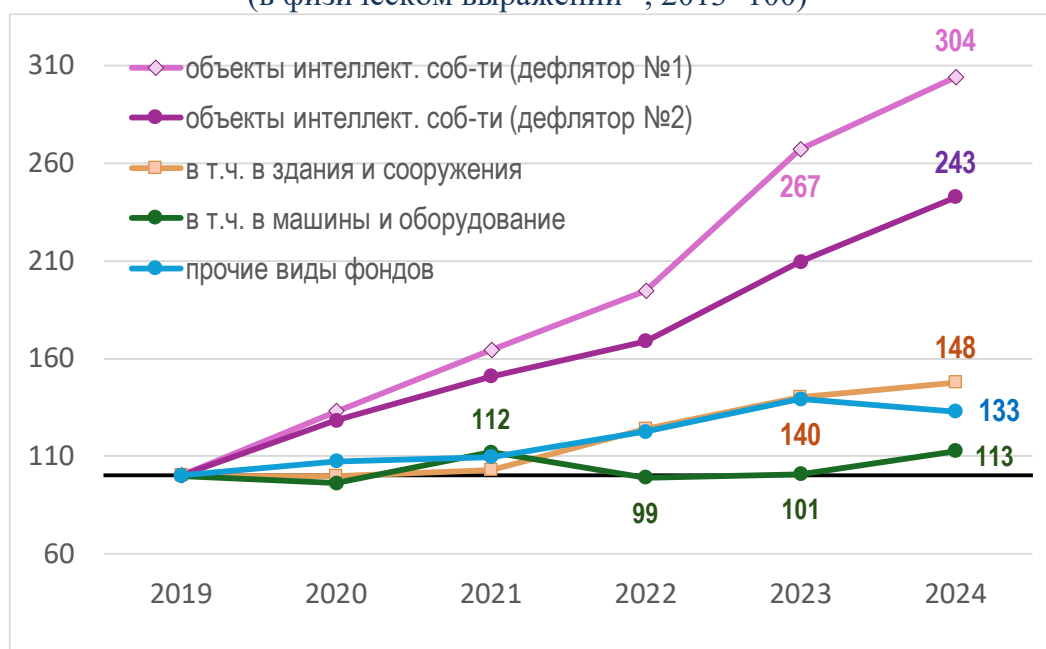
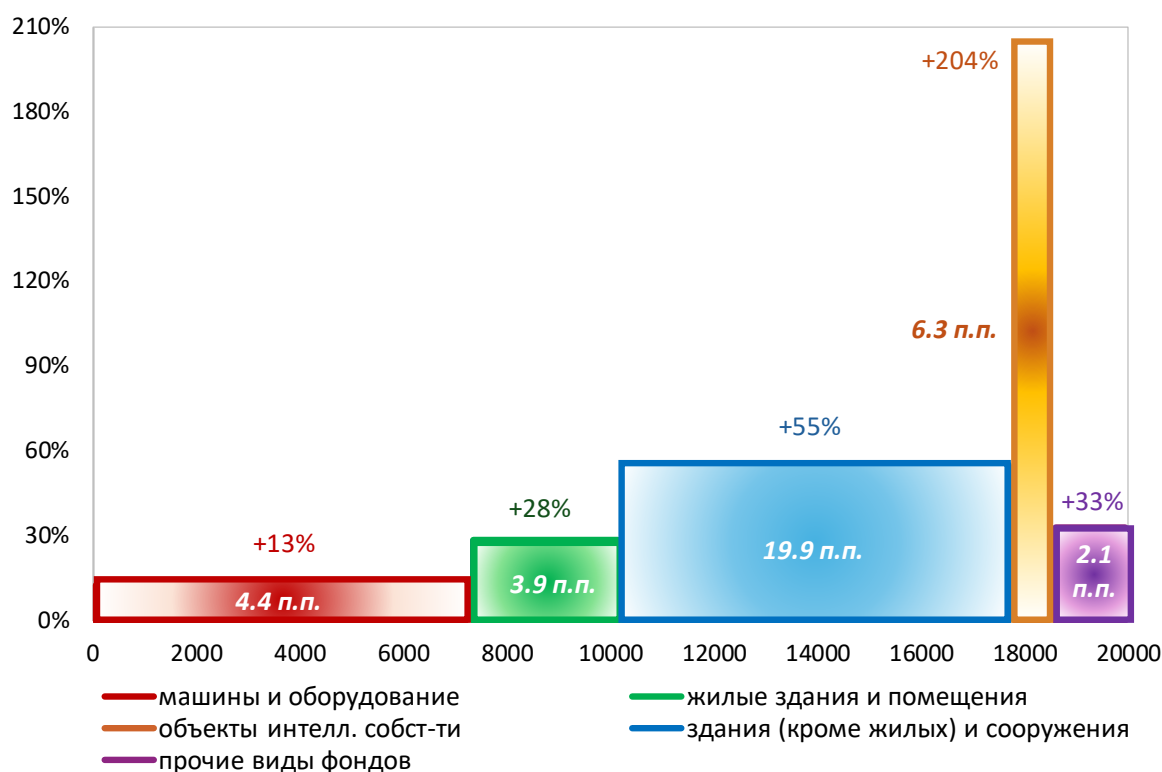


График 5. Темп прироста инвестиций (2024 / 2019) по видам фондов (%) и их вклад в общий прирост инвестиций (проц.п.)



¹¹ Дефлятор №1 – расчёт с использованием в качестве дефлятора «Индекса цен на прочую продукцию (затраты, услуги) инвестиционного назначения», дефлятор №2 – коррекция дефлятора №1, использование для расходов на ПО внутри ОИС дефлятора ВДС по соответствующей отрасли (см. также сноску 8).

Обстоятельство №4. Вынужденное строительство

Наращивание инвестиций в здания и сооружения стало (по вкладу) главным драйвером общей динамики инвестиций последних лет. В целом за «турбулентную пятилетку» инвестиции в этой части возросли в 1,5 раза, обеспечив почти 2/3 всего прироста инвестиций (около 20 проц.п. из 36,5%, см. График 5).

Однако здесь, как и в случае с инвестициями в программное обеспечение (см. «Обстоятельство №3»), заметная часть прироста, очевидно, была адаптационной, менее «продуктивной», чем ранее, так как была направлена на адаптацию к возникшим ограничениям (прежде всего, на расшивку логистических ограничений). Кроме того, часть регистрируемых статистикой инвестиционных расходов «старых регионов», вероятно, могла уходить на отстройку инфраструктуры в новых. Дополнительно, часть инвестиций в жилые здания и сооружения представляла собой не новое строительство, а регистрацию ранее построенных объектов.¹²

Полноценно оценить масштаб влияния данных факторов не представляется возможным, однако, косвенное свидетельство их высокой значимости даёт возникший в последние годы эффект опережающего роста инвестиций в здания и сооружения по сравнению с объёмом строительных работ и, особенно, предложением строительных материалов.

Если до 2021 г. объём работ по виду деятельности «Строительство» незначительно, но устойчиво превышал индекс физического объёма инвестиций в здания и сооружения (в среднем за 2012-2021 гг. темп прироста составил 8,0% и 6,5% соответственно), то в 2022-2024 гг. объём работ стал сильно отставать (темп прироста строительных работ составлял в этот период 14,9% ежегодно при том, что инвестиций в здания и сооружения – 22,0%).¹³

Ещё более выпуклой ситуация становится при рассмотрении динамики инвестиций в здания и сооружения в сравнении с предложением строительных

¹² В рамках т.н. «дачной амнистии», в последние годы расширявшейся в масштабах за счёт ряда факторов.

¹³ Основное отставание роста объёма строительных работ от инвестиций пришлось на 2022 г., при этом сохранилось и в последующие годы.

материалов. Если в период 2017-2021 гг. темп прироста производства стройматериалов составлял 5,6% (в т.ч. базовых – 4,0%) в год¹⁴, а инвестиций в здания и сооружения – 5,8%, то в 2022-2024 гг. темп прироста производства стройматериалов составил лишь 3,5% в год (базовых – 3,8%) при том, что темп прироста инвестиций в здания и сооружения, как уже упоминалось – 22,0% в год.

Обстоятельство №5. Концентрация источников

Трендом последних лет стало сужение «ресурсной базы» для финансирования инвестиций. Очевидным образом шло сокращение (в абсолютном выражении) иностранных источников¹⁵, а подавляющая часть прироста была профинансирована за счёт собственных средств предприятий. Также ощутимой была роль бюджетных источников и кредитов банков (каждый из этих источников дал примерно по 30% от прироста собственных средств, График 6). При этом следует учитывать, что прирост банковских кредитов здесь в значительной мере был обусловлен увеличением проектного финансирования жилищного строительства (соответственно, роль кредитов в приросте финансирования инвестиций остальной экономики была весьма ограниченной).

В результате, доля двух источников – собственных и бюджетных средств – в течение последних пяти лет практически непрерывно увеличивалась, достигнув рекордных за всё время наблюдений 80,5% (против 75,0% в 2019 г. и 71,7% в 2017 г.¹⁶, см. График 7). Это означает, во-первых, не самый благоприятный структурный сдвиг – относительный отток ресурсов развития от внутренне-ориентированного гражданского частного сектора. Во-вторых, резкое сжатие возможностей дальнейшего повышения инвестиционной активности в условиях уже начавшегося снижения доходов как компаний, так и государства.

¹⁴ Под производством стройматериалов имеется в виду выпуск отрасли «Производство прочей неметаллической минеральной продукции» за вычетом вида деятельности «Производство стекла и изделий из стекла». Под производством базовых стройматериалов здесь понимается агрегат, рассчитанный в ЦМАКП по корзине соответствующих товаров-представителей, включающей нерудные стройматериалы, цемент, кирпич, асфальт и т.п. (20 товаров-представителей).

¹⁵ А также нерасшифровываемых в публикуемой статистике «прочих источников» (где, по всей видимости, основное сокращение пришлось на акции и облигации).

¹⁶ Данный тренд имеет очень долгую историю, так, в 2013 г. на данные источники приходилось 64,5%, а в 2011 г. – 61,5%.

График 6 – Изменение инвестиций в основной капитал по источникам финансирования (по сравнению с 2019 г., трлн руб. в ценах 2024 г.)¹⁷

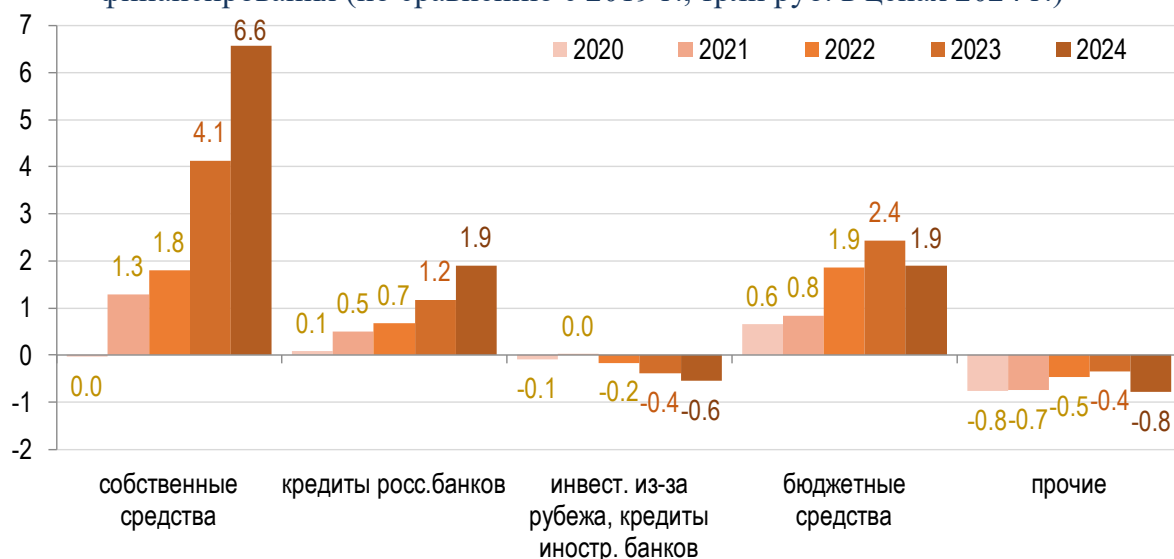
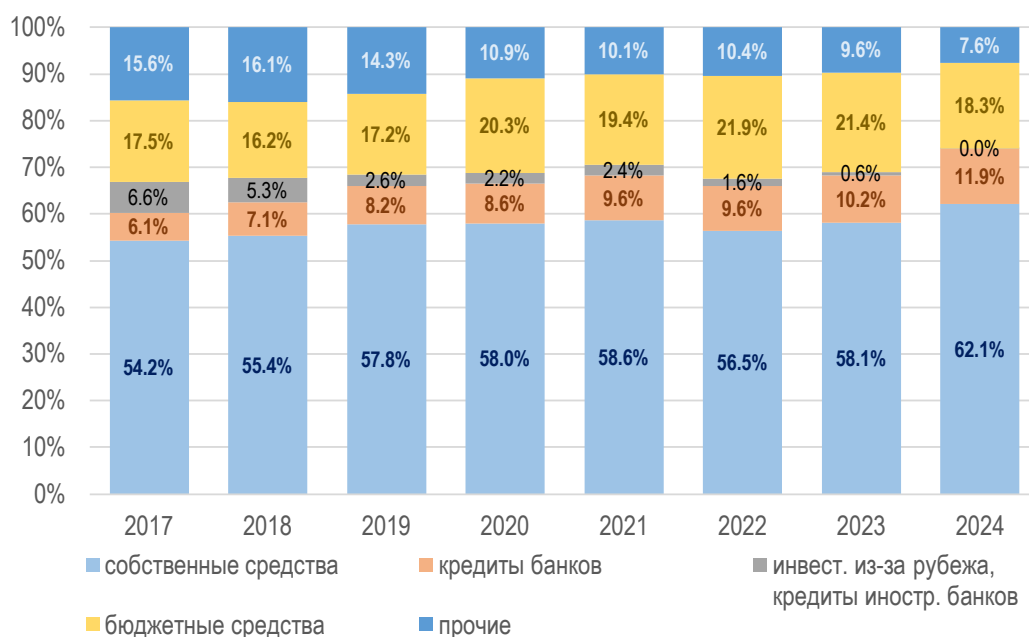


График 7 – Структура инвестиций по источникам финансирования, млрд руб.¹⁸



Материал подготовили:

руководитель направления Сальников В.А.

ведущий эксперт Галимов Д.И.

ведущий эксперт Михеева О.М.

¹⁷ Данные без субъектов малого предпринимательства и объёма инвестиций, не наблюдаемых прямыми статистическими методами. Объем заёмных средств других организаций распределён пропорционально остальным источникам финансирования. Основу прочих источников составляют средства от выпуска корпоративных облигаций и от эмиссии акций, а также средства организаций и населения на долевое строительство (после 2020 г. – эскроу-счета), в то время как проектное финансирование жилищного строительства учитывается по каналу кредитов банков.

¹⁸ Без учёта заёмных средств других организаций, см. также сноску 17.