

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Гирина А. Н. Методика оценки социально-экономического развития региона // Вестник ОГУ. 2013. № 8 (157). С. 82–87.
2. Регионы России. Социально-экономические показатели — 2016 г. [Электронный ресурс] // Федеральная служба государственной статистики. Официальный сайт. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/B16_14p/Main.htm (дата обращения: 05.03.2018).
3. Методика комплексной оценки уровня социально-экономического развития субъектов Российской Федерации [Электронный ресурс] // Департамент государственных целевых программ и капитальных вложений Минэкономразвития России. Официальный сайт. URL: <http://fcp.economy.gov.ru/ext/142/p3.htm> (дата обращения: 05.03.2018).

REFERENCES

1. Girina A. N. Methodology for assessing the socio-economic development of the region // Bulletin of the OSU. 2013. No. 8 (157). P. 82–87.
2. Regions of Russia. Socio-economic indicators — 2016 [Electronic resource] // Federal Service of State Statistics. Official site. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/B16_14p/Main.htm (date of viewing: 05.03.2018).
3. Methodology for a comprehensive assessment of the level of social and economic development of the constituent entities of the Russian Federation. [Electronic resource] // Department of State Targeted Programs and Capital Investments of the Ministry of Economic Development of Russia. Official site. URL: <http://fcp.economy.gov.ru/ext/142/p3.htm> (date of viewing: 05.03.2018).

Как цитировать статью: Сенченко Е. В., Фахрисламова Е. И. Оценка социально-экономического развития регионов Сибирского федерального округа // Бизнес. Образование. Право. 2018. № 2 (43). С. 232–248. DOI: 10.25683/VOLBI.2018.43.249.

For citation: Senchenko E. V., Fakhislamova E. I. Evaluation of social and economic development of the regions of the Siberian federal district // Business. Education. Law. 2018. No. 2 (43). P. 232–248. DOI: 10.25683/VOLBI.2018.43.249.

УДК 330.322.1:338.984
ББК 65.9(Рос)-56

DOI: 10.25683/VOLBI.2018.43.216

Вiryukov Pavel Andreevich,
post-graduate student of the graduate school of economics
of the theoretical economics department
of the National Research University
«Higher School of Economics»,
Moscow,
e-mail: ad19910713@yandex.ru

Бирюков Павел Андреевич,
аспирант аспирантской школы по экономике
департамента теоретической экономики
Национального исследовательского университета
«Высшая школа экономики»,
г. Москва,
e-mail: ad19910713@yandex.ru

ОЖИДАНИЯ ИНВЕСТОРОВ В ЭКОНОМИКЕ РФ ПОСЛЕ 2014 ГОДА ЧЕРЕЗ ПРИЗМУ ФУНДАМЕНТАЛЬНЫХ ФАКТОРОВ И ГРАДИЕНТА РЕНТАБЕЛЬНОСТИ АКТИВОВ

THE ESTIMATION OF INVESTOR EXPECTATIONS AFTER 2014 THROUGH THE PRISM OF FUNDAMENTAL FACTORS AND INDUSTRY ASSETS RETURN GRADIENT IN THE RUSSIAN ECONOMY

08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством

08.00.05 – Economics and management of national economy

В настоящей статье исследована природа изменений в структуре инвестиционной активности нефинансового сектора экономики России после 2014 года. Для этого рассмотрена эволюция структурных дисбалансов экономики, влиявших на ожидания инвесторов через призму градиента рентабельности активов по отраслям. Кроме того, применены оценки склонности Правительства и Центрального банка по стерилизации конъюнктурной ренты, а также роста горизонта планирования инвесторов. По полученным результатам сделаны выводы о том, происходит ли сейчас в экономике исправление накопленных дисбалансов и переориентация с модели роста на основе конъюнктурного улучшения условий торговли на более современную устойчивую модель развития.

The paper is focused on the nature of structural changes in Russian investment activity in non-banking sector

after 2014. The economic structural imbalance evolution is investigated through the prism of the industry assets return gradient. The research is also estimating the Russian government and the Central bank attempts to sterilize the commodity external revenues and the planning horizon of investors in Russian economy. The analysis figures out whether the economic structural imbalances are corrected and the economy is being redirected from commodity-driven consumption growth model to a more sustainable one.

Ключевые слова: инвестиции, градиент рентабельности активов, горизонт планирования инвестиций, индикаторы ожиданий инвесторов, фундаментальные факторы, модель экономического роста, голландская болезнь, стерилизация рентных доходов, устойчивый экономический рост, структурные изменения.

Keywords: investments, industry assets return gradient, planning horizon estimation, investors' expectations indicators, fundamental factors, economic growth model, Dutch disease, commodity external revenues sterilization, sustainable economic growth, structural changes.

Введение

Фундаментальные изменения структуры финансирования платежного баланса [1], произошедшие в 2014 году, сказались на всех аспектах состояния народного хозяйства России. В этой связи в литературе [2; 3] идет широкая дискуссия о поисках в условиях новой «экономической нормальности» нового драйвера экономического роста.

Глубокая проработка данной темы указывает на ее **актуальность** для научного сообщества. Так, в исследованиях [4; 5] отстаиваются положения классической экономической теории, указывающие на необходимость улучшения фундаментальных показателей экономики РФ, производительности труда прежде всего. В это время в работе [6] представлен принципиально иной взгляд, основанный на постулате поддержки спроса для обеспечения роста.

В русле теоретических обсуждений, занявших главенствующую роль в обсуждении моделей экономического роста России, особый интерес и актуальность приобретает анализ уже начавшихся в экономике фактических процессов структурных изменений. Отталкиваясь от сложившейся ситуации, автором предлагается настоящее исследование, вскрывающее текущие тенденции в сфере ожиданий инвесторов, а также проливающее свет на наиболее вероятные пути ее дальнейшей эволюции.

Целью исследования стал поиск ответа на вопрос о том, каким характером будет обладать будущее развитие экономики. Как известно, устойчивый экономический рост невозможен без инвестиций, и их структура напрямую влияет на характер развития экономики в дальнейшем. Поэтому рассмотрим природу изменений в структуре инвестиционной активности нефинансового сектора экономики России после 2014 года.

Научной новизной исследования является первое применение авторской методики выявления отраслевых инвестиционных ожиданий на основе градиента рентабельности активов. Данный метод будет применен в исследовании наряду с классической методикой оценки ожиданий инвесторов нефинансовых секторов экономики РФ — индикаторами предпринимательской уверенности (по версии HSBC и Росстата).

Кроме того, главным преимуществом улучшенной методики оценки градиента рентабельности активов (в отличие от работы [4]) является ее сопоставимость с показателями системы национальных счетов, что по результатам анализа позволит сделать вывод о ее влиянии на качество экономического роста.

Согласно предлагаемой методике оценки, ожидания инвесторов опираются на прочтение эволюции структурных дисбалансов экономики РФ через связь механизмов стерилизации конъюнктурных доходов экономики и изменения авторских оценок стоимости труда в экономике.

Ожидаемым **результатом** исследования является проверка гипотезы о том, происходит ли сейчас в экономике исправление накопленных дисбалансов, и идет ли ее переориентация с устаревшей модели роста за счет улучшения условий торговли сырьем на более современную устойчивую модель развития.

Методология

В ходе настоящего исследования для построения непротиворечивой картины необходимо рассмотреть данные за период 2004–2017 годов. Включение 14 лет в рассмотрение обусловлено тем, что события 2014 года стали результатом длительных процессов роста структурных дисбалансов в экономике, чье выправление предопределило некоторые особенности периода 2014–2017 годов.

Отталкиваясь от этих соображений, для объяснения фактической динамики инвестиций по отраслям в реальном выражении в экономике России используются не только индикаторы ожиданий инвесторов, но и описание важнейших факторов, влияющих на экономику в целом.

К индикаторам ожиданий инвесторов в рамках данного исследования будут отнесены показатели:

- индексы предпринимательской уверенности (индикатор ИПУ от Росстата отличается от Purchasing Managers' Index (рус. индекс менеджеров по закупкам, далее — PMI) по версии HSBC большей репрезентативностью — он рассчитывается на основе баланса ответов представителей 3 100 предприятий против 300 у его негосударственного аналога);
- структура инвестиций в основной капитал;
- структура экономического роста;
- индикатор финансовой привлекательности отраслей.

Отдельно остановимся на показателе «финансовая привлекательность». Ранняя версия этого показателя, рассчитанная в работе [4], показывала разницу между рентабельностью активов выбранной отрасли и средней ставкой доходности по депозиту физлиц до года в рублях. В нашем же исследовании отраслевые индикаторы сгруппированы в кластеры, отталкиваясь от их влияния на устойчивость экономического роста:

- неторгуемые;
- рентные;
- торгуемые нерентные.

К *рентному* сектору экономики будут отнесены те торгуемые отрасли, что связаны с добычей, переработкой и передачей энергоносителей.

К *торгуемым нерентным* — все прочие отрасли экономики, обладающие возможностью получать экспортную выручку (сельское хозяйство, обрабатывающая промышленность без нефтепереработки и туризм).

К *неторгуемым* отраслям относятся отрасли экономики, неспособные получать экспортную выручку (розничная торговля, бытовые услуги и пр.).

Обоснование необходимости применения этих кластеров строится на микроэкономической модели инвестиций: при прочих равных инвестор, решая задачу максимизации своего благосостояния, каждый раз выбирает между безрисковым вложением денег (например, депозитом с фиксированным процентом в рублях, гарантированным системой страхования вкладов) и инвестицией, где ожидаемая рентабельность сопряжена с риском. Безусловно, автор осознает, что решение представленных микроэкономических задач нельзя напрямую увязывать с агрегированными цифрами макроэкономической статистики, однако считает допустимым их применение при определении тенденций факторов, влияющих на ожидания экономических агентов.

Прочие значимые условия, влияющие на настроения инвесторов, будут показаны индикаторами:

- динамики цен на рентные товары (энергоносители, прежде всего), состояния счета текущих операций (далее — СТО);
- оценками склонности МФРФ и ЦБРФ к стерилизации рентных доходов;

- данными изменения реального эффективного обменного курса (далее — РЭОК);
- показателями импортоемкости внутреннего спроса и экспорта;
- оценками по методике автора размеров горизонта планирования инвесторов.

Несмотря на сложившееся мнение о прямой зависимости роста нефтяных доходов и роста реальных расходов на оплату труда бюджетников [5], в среде экономистов нет однозначного мнения, был ли наблюдавшийся рост доходов в целом по экономике «восстановлением после провала 1990-х» [6] или «несбалансированным ростом потребления» [7].

Для объективности получаемых выводов автор оперирует показателями «доли реальной заработной платы в продукте труда», соответствующей оценкам подушевой оплаты труда (англ. unit labour cost) в иностранной литературе. Этот индикатор на фоне негативных тенденций в экономике, вызванных проявлениями структурных дисбалансов, указывает на дополнительный урон конкурентоспособности экономики, причиненный ростом реальных зарплат сверх роста производительности труда.

Данное исследование опирается на доступные публичные данные по экономике РФ. Временные ряды приведены

в годовом выражении, а значимые изменения в методологии их расчета вынесены в примечания.

Фундаментальные предпосылки событий 2014 года

Публикации [7; 8] виднейших экономических исследователей указывают на наличие если не полноценной голландской болезни (далее — ГБ) в экономике РФ до 2014 года, то как минимум отдельных ее проявлений. Эти доводы экспертов можно легко подтвердить собственным анализом: рост цен на основные экспортные сырьевые и энергетические товары в 2004–2013 годах в среднем на 17 % в год сопровождался резким ростом валютной выручки от их экспорта. Вызванный этим рост профицита СТО вел к укреплению РЭОК в среднем на 4,5 % в год, что стало причиной потери ценовой конкурентоспособности отечественных нерентных товаров (по материалам [4] отмечалось снижение доли нерентного экспорта в общем объеме экспорта с 43,5 % в 2001 году до 25,1 % в 2013 году). Последний фактор, наряду с ростом зависимости платежного баланса от мировой конъюнктуры, неизбежно приводил к росту импортоемкости как внутреннего спроса, так и экспорта (см. рис. 1). Перечисленные факты в целом указывают на наличие ГБ в определении, данном в работе [9].

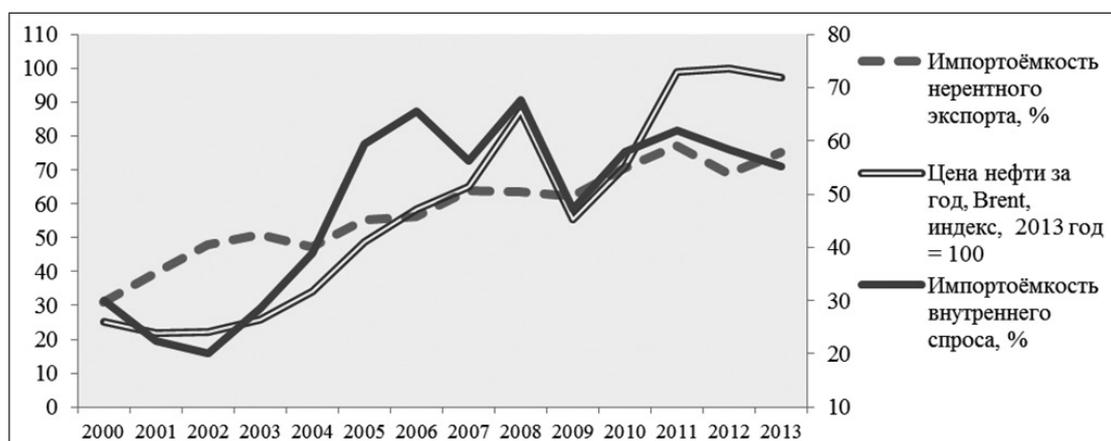


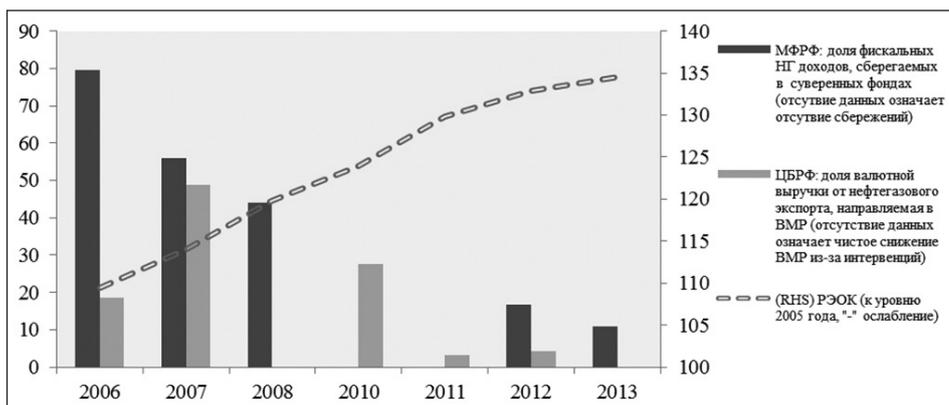
Рис. 1. График импортоемкости отдельных компонент ВВП, %

Источник: оценки автора по данным Росстата и Всемирного банка.

Несмотря на развитие ГБ в экономике России, необходимо отметить вклад политики Центрального Банка и Министерства Финансов (далее — ЦБРФ и МФРФ соответственно) в борьбу со структурными дисбалансами. Стремление ЦБРФ достичь снижения инфляции (в 2000–2003 годах ИПЦ был в среднем 18 %, в 2004–2013 — уже 9,6 %) на фоне лавинообразного роста валютной выручки сырьевых экспортеров требовало проведения согласованных с МФРФ операций по стерилизации этих средств¹. Последнее было затруднено в связи с политикой Правительства, направленной на радикальное снижение объемов заимствований в рамках преодоления негативных ожиданий международных инвесторов после долгового кризиса России 1998 года. В результате ЦБРФ оказался заложником сложившихся ранее негативных обстоятельств и был в состоянии лишь частично стерилизовать поступающие валютные средства, что, несмотря на 10-кратный рост валовых международных резервов до 537 млрд долл. США к 2013 году, не смогло предотвратить ни долгосрочного укрепления РЭОК, ни развития ГБ в экономике России.

Действия МФРФ, скованные неформальным ограничением на продажу облигаций, были направлены на реализацию бюджетного правила и на сильное формирование резервных фондов от нефтедолларовых сверхдоходов (см. рис. 2 на стр. 241). Однако неудачная «скользящая» формулировка бюджетного правила привела к снижению нормы сбережения правительством нефтегазовых доходов, что выражалось в несдержанной зарплатной политике госбюджета [5]. Последнее стало причиной кратного превышения реальных темпов роста зарплат бюджетных служащих как над ростом производительности труда в бюджетном секторе, так и над ростом производительности по экономике в среднем. Это обстоятельство, наряду с ростом уровня зарплат в рентных отраслях, как было показано в [10], способствовало росту реальных зарплат в среднем по экономике, обоснованному не ростом производительности труда, а улучшением условий внешней торговли, иными словами, к конъюнктурному росту склонности потребления к импорту (см. рис. 3 на стр. 241).

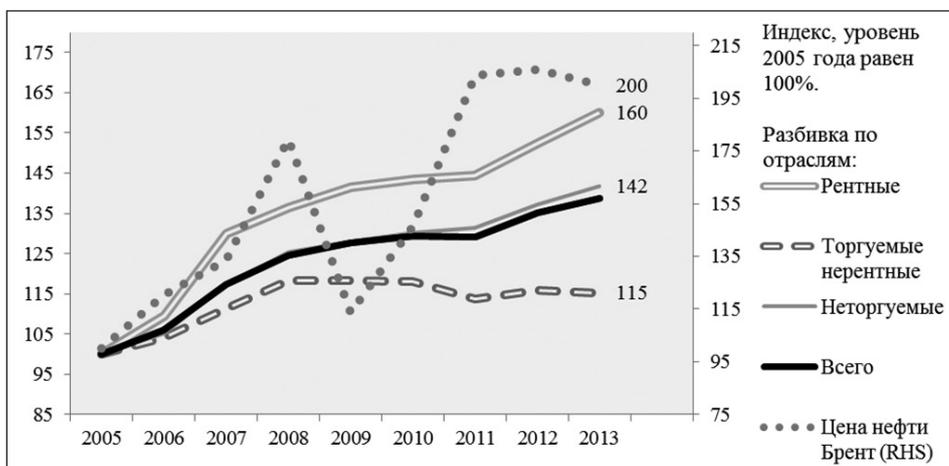
¹ Классически предполагается, что ЦБРФ должен полностью выкупать поступающие в экономику валютные средства, вызывающие излишнее укрепление РЭОК, а возникающий от этого рост рублевой ликвидности должен купироваться за счет продаж рублевых облигаций МФРФ на внутреннем рынке.



Примечание: склонность отражает долю средств от экспорта энергоносителей, которую МФРФ или ЦБРФ направляли в суверенные резервы или изымали в валовые международные резервы.

Рис. 2. График стерилизации доходов от экспорта энергоносителей

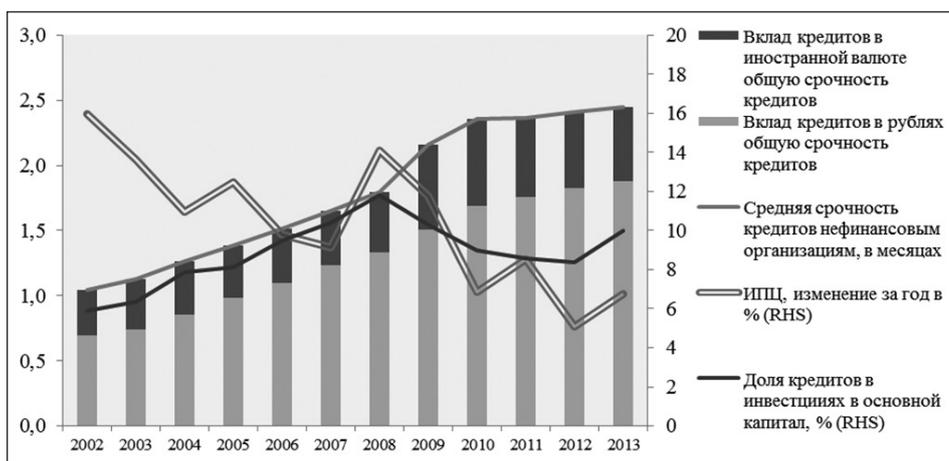
Источник: оценки автора по данным МФРФ, ЦБРФ.



Примечание: доли зарплат в продукте труда оценены в реальном выражении. Их увеличение означает превышение реальных темпов роста зарплат над темпами роста производительности, что снижает остающуюся часть продукта труда. Макроэкономически это приводит к падению ожидаемой прибыли инвестиций (будет показано далее по тексту) и к снижению ожидаемой нормы накопления основного капитала.

Рис. 3. График динамики цен на нефть и доля зарплат в продукте труда по отраслям

Источник: оценки автора по данным Росстата.



Примечание: средняя срочность кредитов рассчитана по данным ЦБРФ по объемам кредитов нефинансовым организациям с различной срочностью. Вклады кредитов в различных валютах показаны согласно их долям в кредитном портфеле нефинансовых организаций.

Рис. 4. График оценки горизонта планирования инвесторов

Источник: оценки автора по данным Росстата, ЦБРФ.

Развитие ГБ в экономике, конечно, сопровождалось не только ростом структурных дисбалансов. Так, увеличение импортности растущего потребления создало условия для замедления темпов инфляции ниже 10 % к 2006 году и к росту горизонта планирования инвесторов (см. рис. 4). В ходе исследования горизонт планирования последних оценен по средней срочности кредитов нефинансовым организациям, которая уверенно росла с одного месяца в 2002 году до 2,4 в 2013 году. Несерьезный размер такого горизонта планирования указывает на применение кредитов в качестве фондирования лишь оборотного капитала и на широкое привлечение иных механизмов финансирования инвестиций (прежде всего, собственных средств). Поэтому данный индикатор, считаем, следует применять только в качестве прокси-процесса удлинения горизонта ожиданий инвесторов, сопровождавшегося снижением темпов инфляции и макростабилизации в стране:

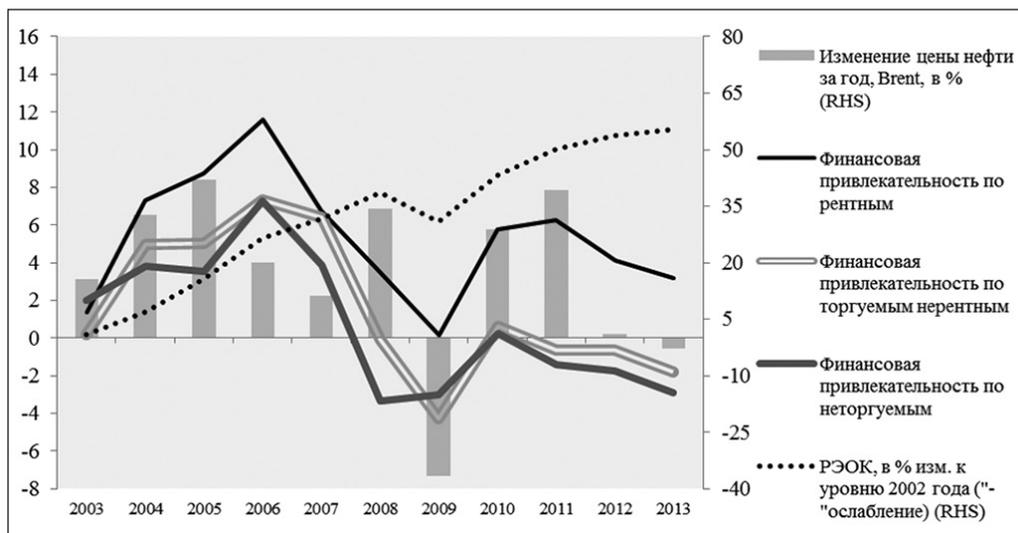
По итогам 2004–2013 годов экономическое развитие России было осложнено разрушительным воздействием ГБ, подрывавшим конкурентоспособность торгуемых нерентных отраслей (далее — ТНР) и несбалансированной зарплатной макрополитикой. Это выражалось в возрастающем влиянии потока экспортной выручки от рентабельных отраслей, который приводил к укреплению курса, замед-

лению темпов роста нерентабельного экспорта, росту импортности экономики и возникновению структурных дисбалансов на рынке труда. Частично структурные дисбалансы смягчились замедлением роста цен и ростом горизонта ожиданий экономических агентов.

Эволюция ожиданий инвесторов к 2014 году

Анализ ожиданий инвесторов начнем с изучения рентабельности инвестиций. Для этого рассмотрим фундаментальные факторы, влияющие на их ожидаемую рентабельность, а именно индикатор «финансовая привлекательность» (далее — ФП).

Как видно из графика на рис. 5, ФП рентабельных отраслей была наивысшей и обеспечивала инвестору дополнительные 7,5 % дохода от вложения сверх безрисковой ставки в банке в среднем за 2003–2013 годы, а ее динамика плотно связана с изменением мировых цен на рентабельные товары. ФП прочих отраслей сохранялась в положительной области до кризиса 2009 года, а после лишь колебалась около –1 %. Иными словами, график на рис. 5 является своего рода летописью того, как у инвесторов исчезали финансовые причины вкладываться в отечественную нерентабельную экономику по мере усиления в ней структурных диспропорций.



Примечание: показатель финансовой притягательности инвестиций в торгуемые отрасли рассчитан как разница между рентабельностью активов экспортно ориентированных отраслей и ставкой доходности по депозиту до года в рублях. Агрегация отраслей была достигнута методом среднего, взвешенного по долям отраслей в валовой добавленной стоимости. К рентабельным отнесены добывающая, нефтеперерабатывающая промышленности и энергетика, к торгуемым нерентабельным — сельское хозяйство, прочие обрабатывающие отрасли промышленности и туризм, к неторгуемым — все остальные отрасли.

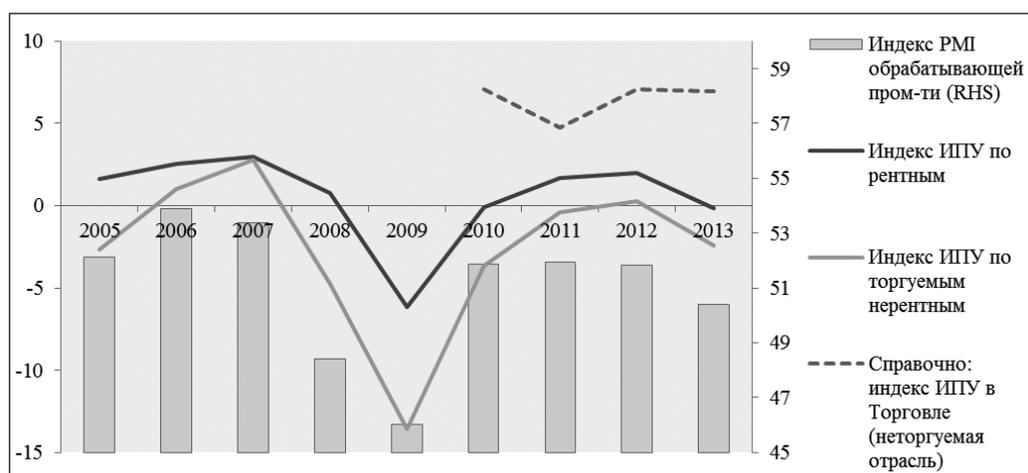
Рис. 5. График финансовой притягательности инвестиций

Источник: оценки автора по данным Росстата, ЦБРФ.

Ориентация инвесторов на вложения в рентабельные отрасли проявилась и через призму индексов ИПУ. Так, индекс ИПУ этих отраслей уверенно восстанавливается после 2009 года и остается в положительной зоне вплоть до 2013 года. На этом фоне ИПУ торгуемых нерентабельных отраслей, если еще и был в положительной зоне на заре роста цен на сырье, то уже с 2008 года скатывается в негативную область. Последнее оспаривается индикатором PMI, оцениваемым по более узкой выборке предприятий, но даже он указывает на то, что предкризисные пики более не повторялись (см. рис. 6 на стр. 243).

Вместе с тем динамика показателей в неторгуемых областях по версии ИПУ отличается от ранее показанной динамики ФП этих отраслей. По доступным данным

за 2010–2013 годы, наиболее оптимистичные ожидания относились к предприятиям, обслуживающим импортное потребление. По мнению автора, зафиксированная разница между их завышенными ожиданиями и низкой фактической результативностью являлась вторичным эффектом ГБ в экономике согласно определению из литературы [9]. В рамках этого эффекта происходит перераспределение не только наличных ресурсов в пользу рентабельных отраслей, но и ожиданий экономических агентов. Последнее приводит к искажениям долгосрочных выборов экономических агентов, например, образовательных стратегий или вложений в долгосрочные проекты, базирующиеся на ожидаемом росте рентабельных отраслей.



Примечание: агрегированные индикаторы ИПУ по отраслям рассчитаны согласно их долям в валовой добавленной стоимости экономики России. Агрегированный индикатор ИПУ по неторгуемым отраслям доступен лишь с 2012 года, а его замена на ИПУ торговли допустима в рамках данного графика.

Рис. 6. График индикаторов ожиданий инвесторов

Источник: оценки автора по данным Росстата, HSBC.

Результатом вторичных эффектов ГБ стала структура инвестиций за десятилетие 2003–2013 годов. Так, более половины инвестиций в основной капитал пришлось на неторгуемые секторы, а еще 20 % — на рентные. Таким образом, улучшение условий торговли сырьевыми товарами, несмотря на меры, реализованные МФРФ и ЦБРФ, привело к проявлению в структуре инвестиций отчетливых каналов перераспределения сырьевой ренты в пользу потребления товаров, потребность в которых закрывалась их импортом.

Замедляющаяся к 2013 году инвестиционная активность, смещенная из-за ГБ в сторону рентных и неторгуемых отраслей, органично привела к усилению их вклада в экономический рост. За указанное десятилетие более 90 % экономического роста было обеспечено ростом добавлен-

ной стоимости именно этих отраслей. Вместе с тем кумулятивный рост добавленной стоимости рентных отраслей уступил накопленному росту торгуемых нерентных, что, по всей вероятности, связано с действиями правительства по изъятию нефтегазовых доходов из экономики и их перераспределением в пользу социальных госрасходов.

Помимо структуры экономического роста, крен инвестиционной активности в пользу рентных и неторгуемых отраслей отразился и в статистике загрузки мощностей. Публичные данные по торгуемым отраслям указывают на то, что перед 2014 годом росла загрузка в рентных отраслях на фоне ее падения в прочих торгуемых. Получается, что у инвесторов не то что не было экономических причин вкладываться в торгуемые нерентные отрасли, но и даже загружать имеющиеся на полную мощность (см. рис. 7).

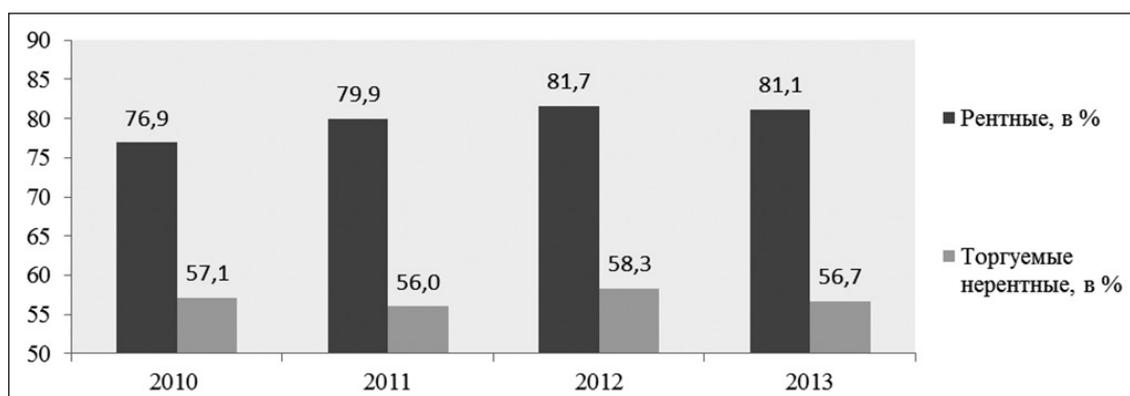


Рис. 7. График загрузки мощностей по торгуемым отраслям

Источник: оценки автора по данным Росстата.

Разрушающее воздействие структурных дисбалансов российской экономики на конкурентоспособность отечественных товаров и на структуру инвестиционной активности сформировало зависимость доходов населения от конъюнктуры мировых сырьевых рынков. Фактически начало с 2014 года структурных изменений в экономике России было предопределено всем ходом экономического развития предшествующего десятилетия.

2014 год

Несмотря на то что экономические события 2014 года были широко описаны в литературе [8], позволим себе еще раз упомянуть основные вехи. Обвал мировых цен на сырье, вызванный замедлением мировой экономики, технологическими новациями и восстановлением поставок из традиционных источников, а также режим взаимных санкций привели к фундаментальному [1] ухудшению внешних

условий торговли РФ (на 4 % в 2014 году и еще на 23,5 % в 2015 по данным Федеральной таможенной службы (далее — ФТС), изменения внешних условий оказались негативными лишь для стран дальнего зарубежья: снижение на 4,7 и 28 % в 2014 и 2015 годах соответственно против улучшения со странами СНГ на 0,7 и 11,5 % соответственно). Как следствие, снижение номинального объема экспорта вызвало кризис финансирования платежного баланса, что потребовало от ЦБРФ резко увеличить объемы интервенций на его поддержание и стабилизацию номинального обменного курса (по данным ЦБРФ, до 82 млрд долл. США в 2014 году против 26 млрд долл. США годом ранее),

а затем и перейти к плавающему режиму. Девальвация обменного курса, проходившая сначала под контролем ЦБРФ, а затем в свободном режиме, достигла почти 70 % к концу 2014 года, а к концу 2015 года — почти 25 %. РЭОК ослаб в 2014 году на 8,1 % против укрепления на 1,1 % годом ранее. Затем эта тенденция продолжилась ослаблением на 16,5 % в 2015-м и на 0,5 % в 2016 году.

Результатом ослабления РЭОК примерно до уровня 2005 года стало снижение склонности к импорту в экономике на 35–50 % в зависимости от сектора. Технически действия ЦБРФ создали условия для частичного ослабления эффектов ГБ на экономику РФ (см. рис. 8).

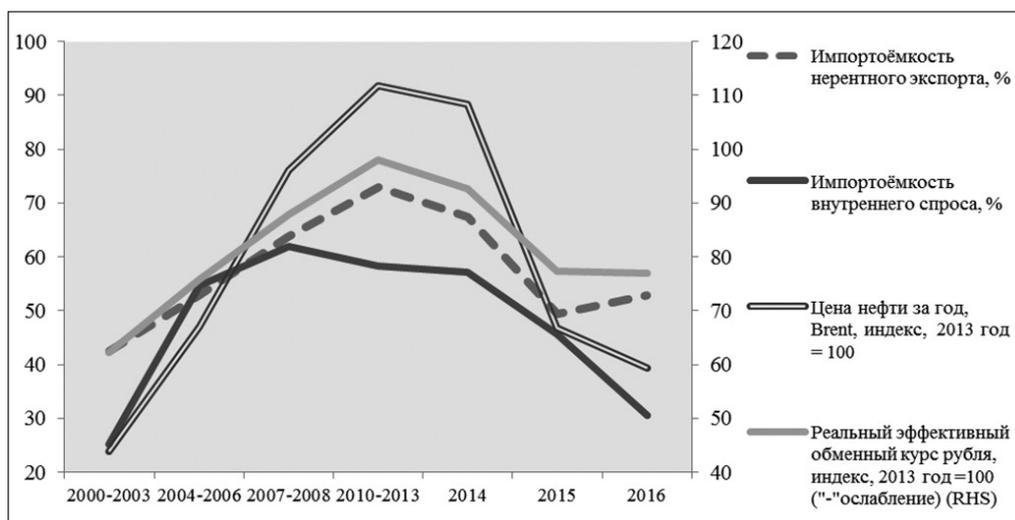
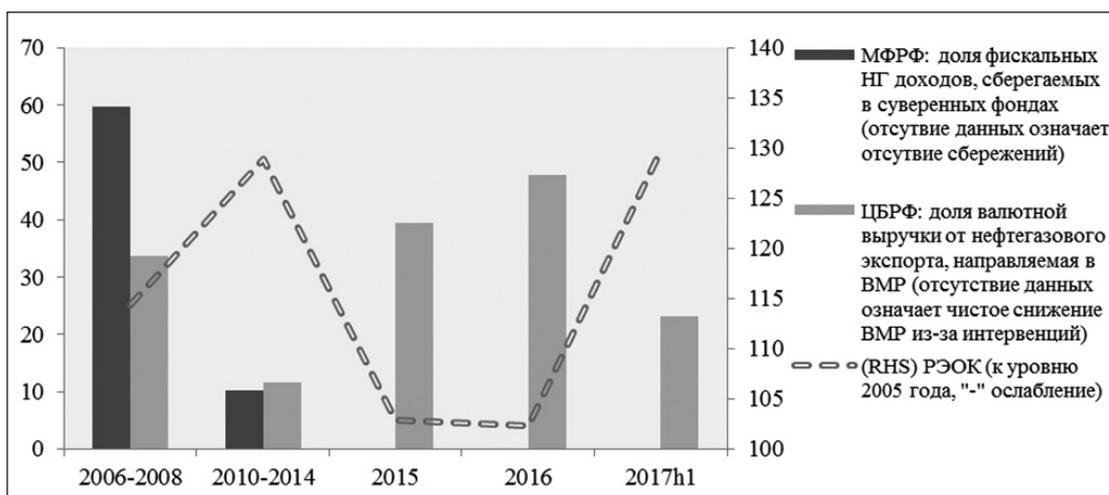


Рис. 8. График импортности отдельных компонент ВВП, %

Источник: оценки автора по данным Росстата и Всемирного банка.

Прекращение интервенций и медленный рост собственных резервов ЦБРФ (в том числе и за счет операций по конверсии резервов правительства в рубли) привели к увели-

чению склонности ЦБРФ и к стерилизации нефтегазовых доходов от экспорта в 2015–2017 годах примерно до уровня 2006–2008 годов (см. рис. 9).



Примечание: склонность отражает долю средств от экспорта энергоносителей, которую МФРФ или ЦБРФ направляли в суверенные резервы или изымали в валовые международные резервы.

Рис. 9. График стерилизации доходов от экспорта энергоносителей

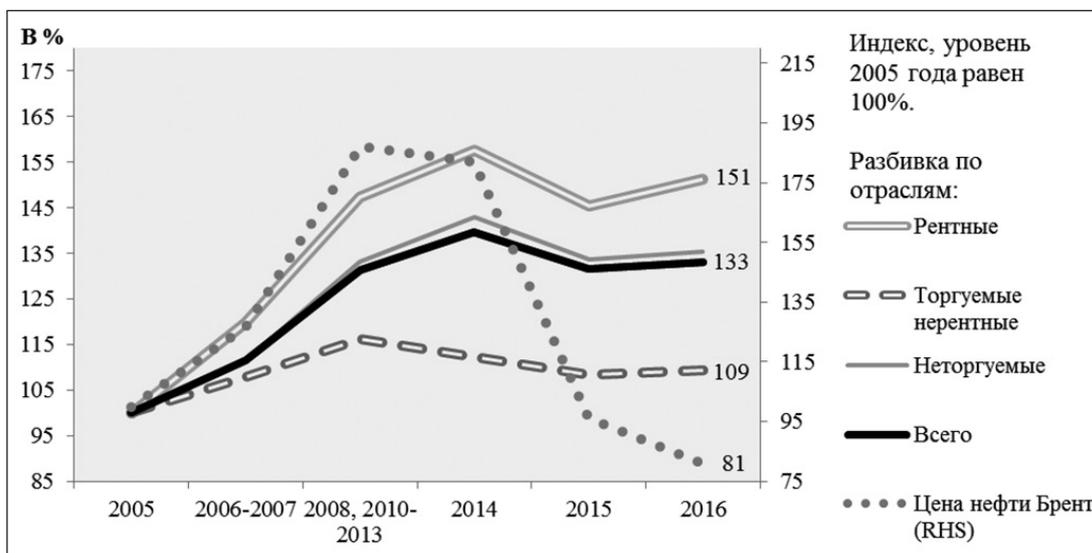
Источник: оценки автора по данным МФРФ и ЦБРФ.

Структурные проблемы экономики, обострившиеся из-за внешних шоков, потребовали и решительных действий от правительства: был принят трехлетний бюджетный план,

предусматривающий снижение бюджетного дефицита за счет заморозки текущих расходов. Эта мера позволила не только ослабить один из каналов распространения

ГБ напрямую через сырьевую ренту государства, но и ослабить негативное опосредованное воздействие зарплатной политики бюджета на структурные пропорции рынка труда.

Итак, впервые с 2005 года намечилось сокращение накопленного превышения темпов роста реальных зарплат над производительностью (см. рис. 10).



Примечание: доли зарплат в продукте труда оценены в реальном выражении. Их увеличение означает превышение реальных темпов роста зарплат над темпами роста производительности, что снижает остающуюся часть продукта труда. Макроэкономически это приводит к падению ожидаемой прибыли инвестиций (будет показано далее по тексту) и к снижению ожидаемой нормы накопления основного капитала.

Рис. 10. График доли зарплат в продукте труда и динамики цен на нефть

Источник: оценки автора по данным Росстата.

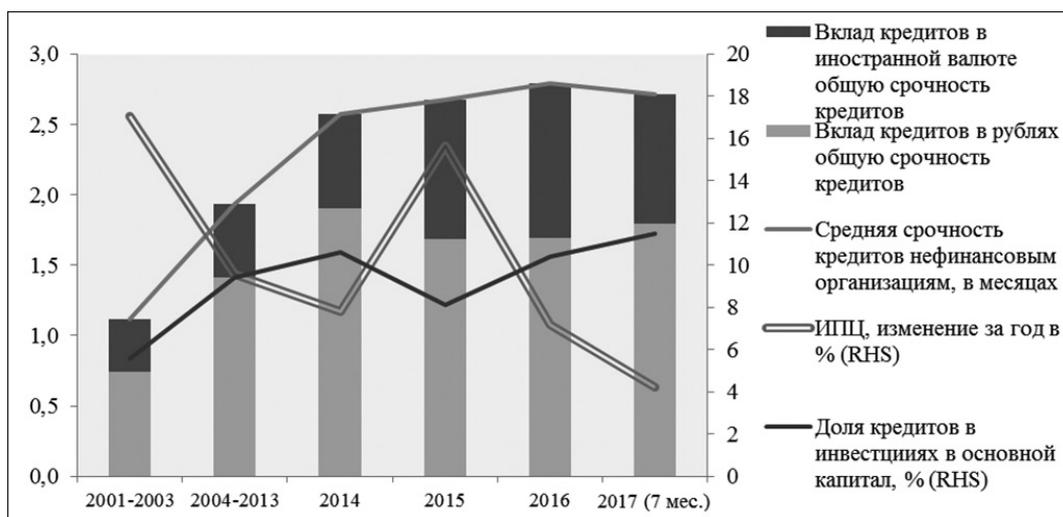
Сложившийся в 2014–2017 годах комплекс изменений внешних условий для экономических агентов РФ не мог не сказаться на их ожиданиях и действиях, поскольку было весьма непросто оценить после всех внешних шоков длительность макроэкономической стабилизации. Поэтому в условиях ценовой неопределенности экономические агенты поступили наиболее рациональным способом: перешли к сберегательной модели поведения [11] и сократили инвестиции.

Возросшая неопределенность привела к сужению горизонта планирования инвесторов. Прокси-оценка горизонта

планирования инвесторов, приведенная выше, указывает на падение срочности кредитов в рублях, что в целом было нивелировано ростом срочности кредитов нефинансовым организациям в иностранной валюте.

Однако оперативные данные за девять месяцев 2017 года указывают не только на возобновление роста инвестиций в экономике, но и на рост горизонта планирования, причем именно за счет рублевых кредитов (см. рис. 11).

Иными словами, возникли признаки того, что экономические агенты начали приспосабливаться к новым условиям.



Примечание: средняя срочность кредитов рассчитана по данным ЦБРФ по объемам кредитов нефинансовым организациям с различной срочностью. Вклады кредитов в различных валютах показаны согласно их долям в кредитном портфеле нефинансовых организаций.

Рис. 11. График оценки горизонта планирования инвесторов

Источник: оценки автора по данным Росстата и ЦБРФ.

Резюмируя изложенное, можно утверждать, что события 2014 года принесли неоднозначные изменения внешних факторов: с одной стороны, проявления ГБ были подавлены за счет существенного ослабления РЭОК и сжатия государственных расходов, с другой стороны, ухудшение условий торговли, вызвавшее сокращение импортности потребления, что создало значительную неопределенность для инвесторов.

Результатом этих событий явилось снижение инвестиционной активности. Вложения в неторгуемые секторы были затруднены из-за ожидаемого сокращения импортного потребления, а рост цен на импортное оборудование и общая неопределенность сдерживали инвестиции в торгуемые. Применительно к последним, очевидно, что сложившаяся за десять лет склонность инвесторов выбирать рентабельные отрасли среди торгуемых стала сдерживать рост инвестиций в торгуемые нерентабельные направления.

Изменения ожиданий инвесторов после 2014 года

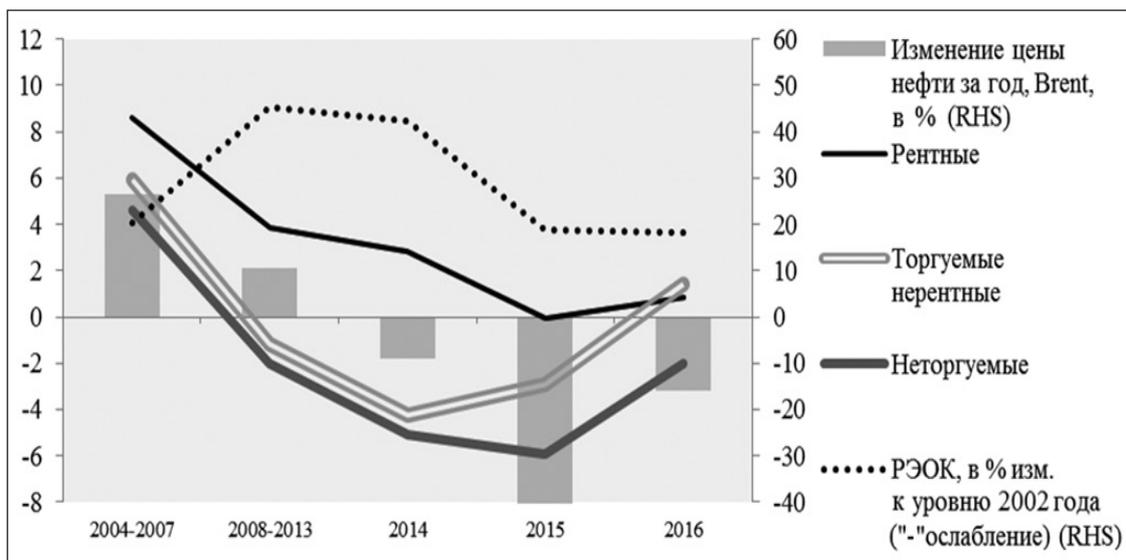
Рассмотрим индикаторы ожиданий инвесторов и проверим тезисы о сжатии инвестиционной активности и ее перераспределении в пользу рентабельных отраслей.

Начнем с анализа динамики показателя финансовой притягательности инвестиций по отраслям. Этот показатель после 2014 года продемонстрировал неожиданную динамику: впервые за всю историю наблюдений привлека-

тельность инвестиций в торгуемые нерентабельные отрасли оказалась самой высокой по всей экономике.

Лидирующая позиция торгуемых нерентабельных отраслей по их финансовой привлекательности в 2016 году увенчала собой период восстановительного роста, когда все секторы экономики показывали улучшение после провала 2014–2015 годов. В этом контексте особую роль сыграл внешний сектор. Как изложено в литературе [4], с 2014 года наблюдались двузначные темпы роста физических объемов экспорта нерентабельной продукции в страны дальнего зарубежья. С точки зрения нашего исследования это означает, что на ожидания инвесторов по торгуемым нерентабельным отраслям впервые за долгое время повлияла возможность их переориентации на внешний спрос в условиях сжатия внутреннего. Последнее обстоятельство подчеркивает важность динамики РЭОК для исправления структурных дисбалансов, созданных ГБ в течение предыдущего десятилетия.

Рост привлекательности торгуемых нерентабельных отраслей был достигнут в первую очередь благодаря росту рентабельности в химической промышленности, деревообрабатывающей, целлюлозно-бумажной, текстильной отраслях промышленности и металлургии. Важно отметить, что рост привлекательности именно этих секторов мог и не привести к росту инвестиций в них: до 2014 года загрузка мощностей по ним не превышала 63 %. Иными словами, рост выпуска мог быть достигнут и без развертывания дополнительных мощностей (см. рис. 12).



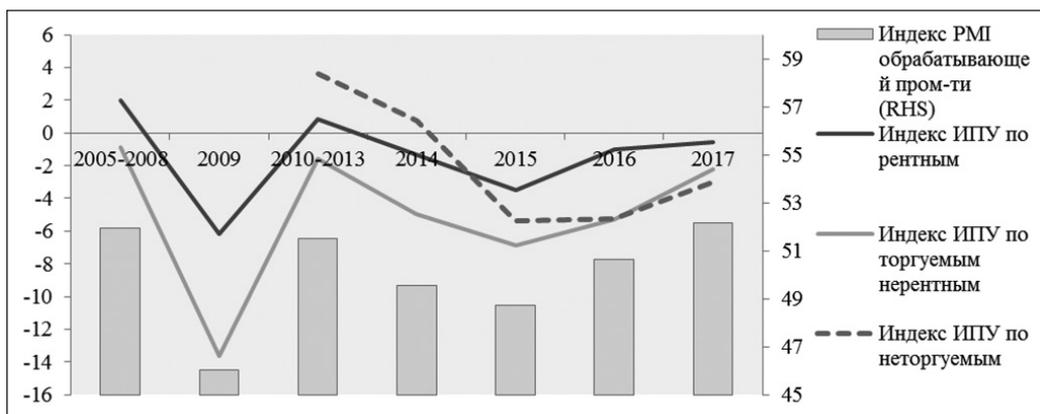
Примечание: показатель финансовой притягательности инвестиций в торгуемые отрасли рассчитан как разница между рентабельностью активов экспортноориентированных отраслей и ставкой доходности по депозиту до года в рублях. Агрегация отраслей была достигнута методом среднего, взвешенного по долям отраслей в валовой добавленной стоимости. К рентабельным отнесены добывающая, нефтеперерабатывающая промышленности и энергетика, к торгуемым нерентабельным — сельское хозяйство, прочие обрабатывающие отрасли промышленности и туризм, к неторгуемым — все остальные отрасли.

Рис. 12. График финансовой притягательности инвестиций

Источник: оценки автора по данным Росстата, ЦБРФ.

Авторская оценка изменения финансовой привлекательности пересекается с изменениями индикаторов ожиданий инвесторов. Главными изменениями в ходе фазы восстановительного роста после провала 2014–2015 годов явилась «обгон» индекса ожиданий в торгуемом нерентабельном секторе над индексом неторгуемого. Вместе с тем ожидания по рентабельным отраслям экономики так и остались самыми

оптимистичными по экономике (см. рис. 13). Получается, что ожидания инвесторов, несмотря на рост рентабельности и возможность выхода на внешние рынки, находились в плену институциональной инерции. Последняя, возникшая за десятилетие ущемленного положения торгуемых нерентабельных отраслей, заставляла их избегать этих отраслей, несмотря на улучшение положения в них.



Примечание: агрегированные индикаторы ИПУ по отраслям рассчитаны согласно их долям в валовой добавленной стоимости экономики России.

Рис. 13. График индикаторов ожиданий инвесторов

Источник: оценки автора по данным Росстата, HSBC.

В соответствии с представленными выводами, полученными на основании анализа фундаментальных факторов и динамики индексов ожиданий инвесторов, мы наблюдаем сжатие инвестиционной активности в России. В 2014–2015 годах падение объемов инвестиций в основной капитал происходит параллельно с изменением их структуры: доля вложений в неторгуемые отрасли замещается торгуемыми (см. рис. 14). В сопоставимых

ценах почти все инвестиции в торгуемые отрасли показали снижение (кроме вложений в химическую промышленность). Последняя оказалась единственной, продемонстрировавшей рост инвестиций, среди выделенных ранее отраслей, где отмечался рост ФП. Остальные отрасли, кроме высококонкурентной металлургии, показали рост выпуска за счет вовлечения ранее незадействованных мощностей (см. рис. 15).

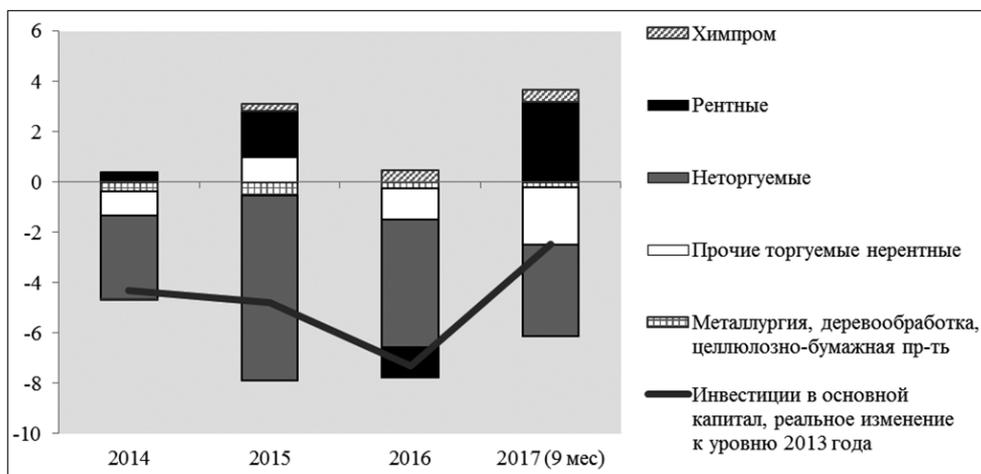


Рис. 14. График инвестиций в основной капитал по отраслям

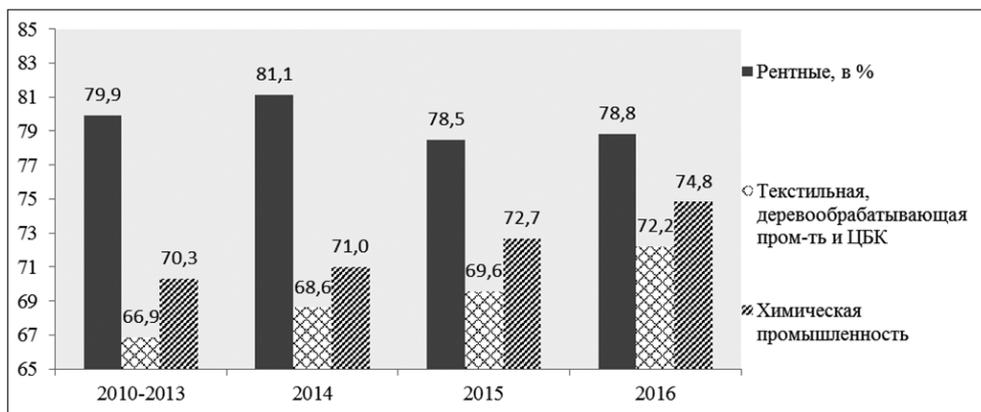


Рис. 15. График загрузки мощностей по торгуемым отраслям

Источник: оценки автора по данным Росстата.

Структурные изменения в инвестиционной активности отразились и на динамике экономического роста в целом: на фоне снижения ВВП от уровня 2013 года происходило изменение его структуры. Снижение вклада неторгуемых отраслей, ранее обеспечивавших львиную долю экономического роста, происходило на фоне роста торгуемых. Последние же почти пополам были разделены между рент-

ными и нерентными отраслями. Доминирующим торговым нерентным драйвером ВВП оказалась ранее выделенная химическая промышленность (см. рис. 16). Отсутствие других потенциальных драйверов экономического роста в этом перечне реализовавшихся факторов, скорее всего [4], объясняется переориентацией их с внутреннего рынка на внешний на фоне снижения всех прочих отраслей.

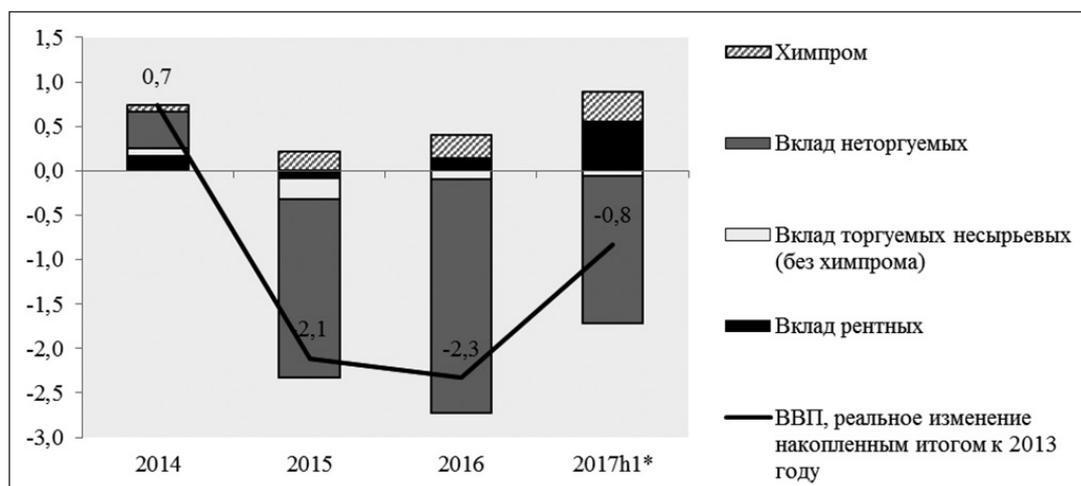


Рис. 16. График вкладов в рост ВВП России по отраслям

Источник: оценки автора по данным Росстата.

Заключение

Подведем итоги нашего исследования: в ходе анализа событий десятилетия 2004–2014 годов мы смогли выделить структурный крен экономики России в сторону рентных и неторгуемых секторов, вызванный голландской болезнью, ход которой частично ослаблен предпринятыми мерами Правительства и Центрального банка.

Действия, предпринятые властями в ответ на внешние шоки в 2014 году, привели к значительному ослаблению причин и проявлений ГБ в России. Вместе с тем эффект от этих действий был снижен как институциональной инерцией экономических агентов, ожидания и склонности которых формировались десятилетием роста структурных дисбалансов, так и общим ростом неопределенности, вызвавшим их переход к более осторожной модели поведения.

Переход экономических агентов после 2014 года к сберегательной модели поведения отразился в падении на первый взгляд инвестиционной активности и общей рецессии в экономике. Вместе с тем впервые за всю историю наблюдений торгуемые нерентные отрасли сумели стать наиболее финансово привлекательными для рационального инвестора. Важно отметить, что их успех был достигнут на фоне относительно неудачных результатов неторгуемых отраслей, которые так и не вернулись в привлекательную зону после 2011 года из-за усиления структурных диспропорций в экономике.

Изменение фундаментальных предпосылок инвесторов, несмотря на сохраняющиеся ожидания быстрого восстановления рентных отраслей, остававшихся вплоть

до 2016 года чемпионами инвестиционной привлекательности, привело к изменению структуры сжавшейся экономической активности.

С одной стороны, имело место перераспределение ее структуры в пользу торгуемых секторов за счет неторгуемых.

С другой стороны, рост вклада торгуемых отраслей нельзя было объяснить только рентными направлениями: рост инвестиций в химической промышленности и загрузки мощностей ряда иных торгуемых отраслей указывает на возникновение новых нерентных точек устойчивого экономического роста, сбалансированного ростом экспорта нерентных товаров. Последний вывод подтверждается результатами исследования [4], где наглядно показаны изменения в структуре товарного экспорта: уверенными двузначными темпами имеет место рост физических объемов поставок нерентных товаров в страны дальнего зарубежья.

Устойчивость наблюдаемого увеличения вклада торгуемых нерентных отраслей в экономическую активность и экономический рост остается важнейшим полем и для последующего анализа: главной угрозой устойчивости становится укрепление РЭОК в 2017 году, вызванное ростом экспортной рентной выручки на фоне постепенного отхода домохозяйств от сберегательной модели поведения. Усиление этих факторов может привести к возвращению экономических агентов к прежним паттернам поведения и к возобновлению импортотомного экономического роста, основанного, как и прежде, на конъюнктуре мировых сырьевых рынков.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Hansl B. Pathways to inclusive growth. М. : The World Bank Group, 2016.
2. Акиндинова Н. В., Ясин Е. Г. Новый этап развития экономики в постсоветской России // Вопросы экономики. 2015. № 5. С. 5–27.

3. Медведев Д. А. Новая реальность: Россия и глобальные вызовы // Вопросы экономики. 2015. № 10. С. 5–29.
4. Бирюков П. А. Влияние качественных изменений структуры экспорта товаров на экономический рост в России в 2014–2016 гг. // Новый экономический мир. 2018. № 1. С. 45–57.
5. Кудрин А. Влияние доходов от экспорта нефтегазовых ресурсов на денежно-кредитную политику России // Вопросы экономики. 2013. № 3. С. 5–7.
6. Бахтизин А. Р., Сулакшин С. С., Колесник И. Ю. Заработная плата как фактор повышения производительности труда // Проблемный анализ и государственно-управленческое проектирование. 2009. № 1 (2). С. 18–140.
7. Гуриев С. и Сонин К. Экономика «ресурсного проклятия» // Вопросы экономики. 2008. № 4. С. 61–74.
8. Кудрин А. Л., Гурвич Е. Т. Новая модель роста для российской экономики // Вопросы экономики. 2014. № 12. С. 4–36.
9. Гуриев С., Плеханов А., Сонин К. Экономический механизм сырьевой модели развития // Вопросы экономики. 2010. № 3. С. 4–23.
10. Бирюков П. А. Импортозамещение в России: направление и устойчивость // Вестник Финансового Университета. 2016. № 5. С. 45–57.
11. Улюкаев: переход к сберегательной модели поведения населения — основной риск для экономики [Электронный ресурс] // ТАСС информационное агентство [веб-сайт]. URL: <http://tass.ru/ekonomika/2581796> (дата обращения: 19.02.2018). Загл. с экрана.

REFERENCES

1. Hansl B. Pathways to inclusive growth. M. : The World Bank Group, 2016.
2. Akindinova N. V., Yasin Y. G. A new stage in the development of the economy in post-Soviet Russia // Economic issues. 2015. No. 5. P. 5–27.
3. Medvedev D. A. New reality: Russia and global challenges // Economic issues. 2015. No. 10. P. 5–29.
4. Biryukov P. A. Impact of quality changes in merchandise exports on the Russian economic growth in 2014-2016. // New Economic World. 2018. No. 1. P. 45–57.
5. Kudrin A. Influence of revenues from oil and gas export on the monetary and credit policy of Russia // Economic issues. 2013. No. 3. P. 5–7.
6. Bakhtizin A. R., Sulakshin S. S., Kolesnik I. Yu. Wages as a factor of labor productivity increase // Problem analysis and public-management design. 2009. No. 1 (2). P. 18–140.
7. Guriyev S. Sonin K. «Resource curse» economy // Economic issues. 2008. No. 4. P. 61–74.
8. Kudrin A. L., Gurvich Y. T. New economic model for Russian economy // Economic issues. 2014. No. 12. P. 4–36.
9. Guriyev S., Plekhanov A., Sonin K. Natural resources-based economic growth // Economic issues. 2010. No. 3. P. 4–23.
10. Biryukov P. A. Import substitution in Russia: trends and sustainability // Bulletin of the Financial University. 2016. No. 5. P. 45–57.
11. Ulyukaev: transition to a savings model of population behavior is the main risk for the economy [Electronic resource] // TASS news agency [website]. URL: <http://tass.ru/ekonomika/2581796> (date of viewing: 19.02.2018). Screen title.

Как цитировать статью: Бирюков П. А. Ожидания инвесторов в экономике РФ после 2014 года через призму фундаментальных факторов и градиента рентабельности активов // Бизнес. Образование. Право. 2018. № 2 (43). С. 238–249. DOI: 10.25683/VOLBI.2018.43.216.

For citation: Biryukov P. A. The estimation of investor expectations after 2014 through the prism of fundamental factors and industry assets return gradient in the Russian economy // Business. Education. Law. 2018. No. 2 (43). P. 238–249. DOI: 10.25683/VOLBI.2018.43.216.