

# АКРА: Шесть драйверов инвестиционного роста в России

04.04.2018

## Экономика РФ: уточнение прогноза до 2022 года

Прогноз подготовлен в соответствии с [Общими принципами прогнозирования социально-экономических показателей АКРА](#).

- Приоритетом экономической политики станет стимулирование экономического роста за счет инвестиций, однако прямые государственные расходы или более мягкая монетарная политика не будут использоваться как инструменты поддержки. Возможности для ускорения роста инвестиций имеют скорее отраслевой характер и связаны с двумя группами стимулов — структурными (социально-экономические изменения, госполитика) и конъюнктурными (финансовое состояние отрасли, ее рост, доступность финансовых ресурсов).
- Почти во всех крупных отраслях существуют структурные стимулы для роста инвестиций. Шесть основных стимулов, или драйверов, включают в себя ожидаемый рост конкретных внутренних рынков, ожидаемый рост конкретных внешних рынков, возможность для конкуренции с импортом, возможность или необходимость снижения издержек, изношенность мощностей и обязательства перед государством. Отсутствие значимого роста доли инвестиций в ВВП можно объяснить неочевидностью конъюнктурной привлекательности отраслей. Во всех секторах, за исключением транспортно-логистического, инвестиции могут сдерживать либо низкая наблюдаемая рентабельность, либо повышенный риск, либо неочевидные перспективы роста.
- Несмотря на то что краткосрочные ставки почти достигли уровня, обозначенного как нейтральный (6–7%), в ближайшем будущем он может меняться. К снижению могут привести возможное сокращение темпов роста мировой экономики, демография, бюджетные правила, менее волатильные цены на нефть. Повышающее давление могут оказать протекционизм в мировой торговле, старение населения, санкции. К 2021 году равновесная ключевая ставка может опуститься ниже 6%.
- Обновление прогноза на 2018–2022 годы коснулось в основном оценки долгосрочных последствий роста протекционизма в мировой торговле и уровня равновесных краткосрочных процентных ставок в России. Оценка уровня равновесной безработицы пересмотрена вниз. Корректируя макроэкономический прогноз от октября 2017 года, мы сохраняем долгосрочный ориентир роста экономики Китая, однако ожидаем, что переход к ориентиру будет чуть более длительным.

### Таблица 1. Основные показатели российской и мировой экономики в период с 2015 по 2022 год

- 1 Методология Всемирного банка, реальный прирост.
- 2 Прирост индекса физического объема (для коррекции использован дефлятор инвестиций).
- 3 В новой методологии (с учетом введения классификатора ОКВЭД 2).
- 4 Экономически активное население.
- 5 Индекс потребительских цен.

Источник: Росстат, Банк России, Казначейство РФ, Минфин РФ, Всемирный банк, национальные статистические агентства, расчеты АКРА

### Ключевая ставка может опуститься ниже 6%

Текущий — почти трехлетний — цикл снижения краткосрочных ставок практически завершен, так как они почти достигли нейтрального уровня, в настоящий момент определяемого Центробанком в диапазоне 6–7% (см. Рисунок 1). По мнению Банка России, данный уровень может сохраняться, то есть обоснован при темпах роста экономики, близких к потенциальным, и при уровне инфляции вблизи целевого значения. На горизонте прогноза, впрочем, может поменяться как отношение ЦБ к ненаблюдаемому уровню, так и сам уровень, что повлияет и на долгосрочные ставки, спровоцировав их возможное дальнейшее снижение.

В период с 2017 по 2018 год среднее значение ориентира, установленного регулятором по коротким ставкам, уже снижалось: публично заявляемый диапазон изменился с 2,5–3% до 2–3% в реальном выражении. В экономических исследованиях ЦБ также фигурировала оценка 1,0–3,2% с еще более низким средним значением<sup>6</sup>. Судя по последним заявлениям, на данный момент основной для Банка России является модель, в которой равновесными ставками являются внутренние ставки, находящиеся в реальном паритете со ставками внешнего мира<sup>7</sup> (см. Рисунок 2).

### Рисунок 1. Текущий взгляд Банка России на нейтральный для экономики уровень ключевой ставки

6 Kresptsev, D., Porshakov, A., Seleznev, S. and Sinyakov, A. (2016). The Equilibrium Interest Rate: A Measurement for Russia. Economic Research Working Paper, Central Bank of Russia.

7 См. запись пресс-конференции по итогам заседания совета директоров Банка России от 23.03.2018: <http://cbr.ru/press/st/2018-03-23/>. Источник: Росстат, Банк России, расчеты АКРА

С экономической точки зрения логика здесь следующая. Процентные ставки отражают альтернативную стоимость денег, даваемых в долг. Эта стоимость складывается из реальной рентабельности бизнеса в стране и доходности внешних вложений. В ситуации, когда внешняя доходность выше, чем потенциальная внутренняя, при свободных потоках капитала рациональный инвестор предпочитает внешние вложения, поэтому, чтобы конкурировать с внешним миром за заемные средства, бизнес и население все равно будут заимствовать внутри страны по внешней ставке. Временные отклонения внутренних ставок от внешних создают стимулы для выравнивающих трансграничных финансовых потоков.

Ключевыми предположениями для применения такой оценки являются возможность упомянутого выравнивания и отсутствие ожиданий изменения реального валютного курса. Финансовые и торговые санкции способны нарушить свободу трансграничных потоков капитала и потоков экспорта-импорта. Усиление протекционизма в мировой торговле, сопровождаемое относительным ростом цен на сырьевые товары, может подогревать ожидания реального укрепления валют стран — экспортеров сырья. Оба упомянутых фактора при условии их значимости отклоняют оценку нейтрального уровня ставок вниз от текущего.

## **Рисунок 2. Одна из возможных оценок нейтрального уровня ставок в России<sup>8</sup>**

Если, несмотря на описанные ограничения, считать реальный паритет обоснованным способом оценки нейтральной ставки, ее уровень к 2020–2021 годам, вероятно, будет более низким, чем представляется сейчас, ближе к 2% (см. Рисунок 2). Текущие 2–3%, по всей видимости, складываются из 0,8–1% глобальной ставки<sup>9</sup> и 1–2,2% равновесного странового риска.

<sup>8</sup> Для графика динамика нейтральной ставки на глобальных рынках взята на основе данных из следующего источника: Holston, Kathryn, Thomas Laubach, and John C. Williams. 2016. "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants," Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper. Оценка равновесного странового риска получена усреднением долгосрочных CDS 5Y (кредитных дефолтных свопов сроком на пять лет) за последние шесть лет, не сопровождавшихся рецессиями.

<sup>9</sup> 2,8% в долгосрочном периоде согласно Holston, Kathryn, Thomas Laubach, and John C. Williams. 2016. "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants," Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper. 3% в 2020 году — долгосрочный номинальный ориентир, упомянутый после заседания по ставке ФРС США 21 марта текущего года. В реальном выражении — 0,8–1% соответственно.

Демография, возможный пересмотр ожиданий по росту в Китае и другие факторы (см. Таблицу 2), согласно нашей оценке, могут не только сохранить глобальные нейтральные ставки на текущем уровне, но и снизить их до 0,5% в обозримой перспективе<sup>10</sup>. Стоимость российского странового риска в этом же сценарии находится под давлением неопределенности мирового роста, но, вероятно, сохранится в пределах от 1 до 1,5%, что приводит нас к диапазону нейтральной реальной ставки 1,5–2%, = 0,5% + (от 1 до 1,5%).

<sup>10</sup> Основные факторы долгосрочных изменений мировой реальной ставки описаны в следующем источнике: Secular drivers of the global real interest rate, Lukasz Rachel, Thomas D Smith, Staff Working Paper No. 571, Bank of England.

Рассматривая описанный сценарий как базовый, мы ожидаем на горизонте прогноза снижения уровня ключевой ставки до 6% и, возможно, чуть ниже. Дополнительное понижающее давление на нее могут оказать завершение периода профицита структурной ликвидности и перемещение краткосрочных рыночных ставок в верхнюю часть коридора процентных инструментов ЦБ.

## **Таблица 2. Факторы возможного изменения нейтральной краткосрочной процентной ставки в России**

Источник: АКРА

## **Почти все отрасли имеют структурные стимулы для инвестиций, но отраслей, привлекательных с точки зрения конъюнктуры, сегодня мало**

Значительная часть предложений по увеличению долгосрочных темпов экономического роста в

России предусматривает стимулирование инвестиций. Предложения основаны на наблюдении о том, что в конце XX — начале XXI века темпы роста подушевого ВВП по странам были в среднем на 1 п. п. выше на каждые 4 п. п. доли инвестиций в ВВП.

Поскольку прямое стимулирование инвестиционного спроса за счет роста госрасходов ограничено бюджетным правилом, а Центральный банк видит своей основной целью сглаживание циклических колебаний, вряд ли стоит ожидать, что для стимулирования инвестиций будет использоваться монетарная политика.

Поэтому возможности для ускорения роста инвестиций имеют скорее отраслевой характер и связаны с двумя группами стимулов — структурными (социально-экономические изменения, госполитика) и конъюнктурными (финансовое состояние отрасли, ее рост, доступность финансовых ресурсов). Структурные стимулы обычно являются впередсмотрящими (forward-looking), так как строятся на известных и ожидаемых изменениях, а конъюнктурные — назадсмотрящими (backward-looking), так как обычно мнения инвесторов касательно потенциальной прибыльности отраслевых рынков зависят от текущей маржинальности и риска.

В Таблице 3 приводятся *структурные стимулы* для инвестиций — основные процессы, создающие на горизонте прогноза для конкретных компаний в определенных секторах возможности, а в некоторых случаях предполагающие необходимость, расширяться либо меняться. Эта составляющая решения об инвестировании, основанная на ожиданиях, или структурных стимулах, не зависит от того, как именно могли бы финансироваться соответствующие инвестиции и будут ли они вообще финансироваться.

### **Таблица 3. Основные структурные стимулы для инвестиций по секторам**

Источник: АКРА

*Подробнее об отраслевом риске в рейтинговом анализе см. разработанную АКРА «[Методологию присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале для Российской Федерации](#)».*

Рост внутреннего рынка в целом будет ограничен в случае сохранения низких темпов роста экономики и доходов населения, но, поскольку некоторые рынки (страхование, ИТ, спортивные услуги) до сих пор остаются ненасыщенными, это создает стимулы для роста на них. Более того, новое бюджетное правило и снижение расходов госбюджета служат дополнительными стимулами для роста частных инвестиций на тех рынках, где преимущественно представлены государственные услуги (здравоохранение, образование).

Рост рынка экспорта, способный стимулировать инвестиции, связан с традиционно высокой конкурентоспособностью российских производителей в сырьевых отраслях (нефте- и газодобыча, металлургия, химическая промышленность, сельское хозяйство) и с расширением — с целью увеличения экспорта — транспортной инфраструктуры (портовой, железно- и автодорожной, трубопроводной).

Разнообразные стимулы к замещению импорта в результате инвестиций присутствуют на рынках с высокой долей импорта. Данные стимулы были усилены последней девальвацией рубля (легкая промышленность, стройматериалы), антисанкциями (агропромышленный комплекс, АПК) и промышленной политикой (автомобилестроение, авиастроение, энергомашиностроение). В агропромышленном комплексе, традиционном бенефициаре импортозамещения, этот стимул близок к исчерпанию: доля импорта здесь минимальна.

Невысокие темпы экономического роста и низкая инфляция в отраслях, где возможна ценовая конкуренция, меняют стимулы — от экстенсивного расширения мощностей к инвестициям в снижение издержек. В первую очередь это касается розничной торговли, логистики и финансового сектора.

Стимулы к инвестициям в поддержание основных фондов связаны с накопленным недоинвестированием (ЖКХ, дороги), циклическостью старения основных фондов (например, в СССР пик инвестиций в энергетике прошел в 1970–1980 годы), удорожанием импортного оборудования и ростом спроса на ремонт.

Государственная политика может напрямую устанавливать требования по новым инвестициям, например экологические стандарты (нефтепереработка), законы о хранении данных на территории России. В начале 2020-х годов, вероятно, будет запущена новая программа модернизации электроэнергетики по примеру механизма ДПМ (договоры о предоставлении мощности).

Вопрос финансирования инвестиций более назадсмотрящий и более конъюнктурный. Во-первых, это связано с тем, что более 50% инвестиций в основной капитал России финансируется собственными средствами компаний, то есть зависит в основном от их финансового состояния в предыдущие годы. Во-вторых, решения о финансировании инвестиций во многих случаях принимаются на основе

экстраполяции текущих трендов рентабельности, внешних условий, финансового состояния компании.

Текущая конъюнктурная привлекательность инвестиций в конкретных отраслях анализируется нами на основе агрегированных показателей рентабельности, кредитного качества и наблюдаемого роста объемов производства. В Таблице 4 показаны ранги основных секторов по этим показателям (сами сектора упорядочены в порядке убывания среднего ранга по трем упомянутым показателям). Для расчета взяты исключительно публичные данные ФНС, Банка России и Росстата за 2017 год. Прокси для кредитного риска не используют данные рейтингового анализа компаний — ранг присваивается исходя из наблюдаемой банковской просрочки в указанных отраслях (см. Приложение).

#### **Таблица 4. Относительная конъюнктурная привлекательность секторов на основе агрегированных данных**

Знаком \* помечены сектора, по которым в публичных источниках нет агрегированной информации об объеме просроченных кредитов. По данному показателю им условно присвоен средний ранг.

Источник: АКРА

Проведенный расчет показывает, что в данный момент вряд ли можно назвать безоговорочных лидеров по конъюнктурной привлекательности инвестирования. Исключение — транспортно-логистический сектор. Остальные сектора по одному из рассматриваемых показателей имеют ранг ниже среднего. Такая неочевидность конъюнктурной привлекательности может объяснять отсутствие быстрого экономического роста за счет инвестиций.

#### **Приложение. Методика расчета показателей Таблицы 4**

В таблице мы сводим данные по отраслям, доступные самому широкому кругу инвесторов, а значит, с высокой вероятностью влияющие на принятие большинства текущих решений об инвестировании. Инвестиционная привлекательность может оцениваться в терминах стандартного подхода «риск — потенциальный результат». Поскольку долгосрочный уровень риска и рентабельности инвестиций в отраслях явно неоднороден, нашей целью было отразить отклонение текущего уровня от наблюдавшегося в среднем за продолжительный период. Отсюда термин «конъюнктурная привлекательность». Использование ранга (места) отрасли по показателю дает определение «относительная» в названии таблицы.

1. В качестве прокси текущей рентабельности мы используем данные ФНС по сборам консолидированного бюджета налога на прибыль (форма № 1-НОМ). Сначала мы рассчитываем долю отрасли в сборах в среднем за 2011–2016 годы. Затем получаем отклонение доли в 2017 году от средней доли, определенной на предыдущем этапе. В таблице приведен ранг отрасли при упорядочении по данному показателю — от высоких к низким значениям. При использовании формы учтены изменения в кодах классификации видов деятельности, применяемых в налоговой статистике.

Альтернативой налоговой статистике могли бы стать данные Росстата по агрегированному финансовому результату компаний, но окончательность указанных данных на 2017 год в настоящий момент под вопросом. В частности, наблюдаются необъяснимые расхождения в цифрах (всего по отраслям на 1,3 трлн руб.11), приведенных в опубликованных ведомством справках «О финансовых результатах деятельности организаций в 2017 году» и «Краткосрочные экономические показатели Российской Федерации».

Стоит отметить, что, несмотря на то что данные финансовой отчетности публичных компаний признаны недостаточно показательными для анализа тенденций по всем отраслям, в целом они не противоречат обнаруженным тенденциям. Контроль проводился по внутренним базам данных АКРА.

2. В качестве показателя восприятия риска инвестиций мы используем отклонение уровня просроченной банковской задолженности компаний отрасли от долгосрочного среднего. Расчет уровней производим по данным таблиц Банка России «Просроченная задолженность по кредитам, предоставленным юридическим лицам — резидентам и индивидуальным предпринимателям <в рублях и иностранной валюте>», по видам экономической деятельности и отдельным направлениям использования средств». В таблице приведен ранг отрасли при упорядочении по данному показателю — от низких к высоким значениям.

3. Данные по текущему физическому росту мы берем из опубликованной Росстатом системы национальных счетов: произведенный ВВП (годовые данные в детализированной разработке), годовые данные по ОКВЭД 2. Соответственно, получаем динамику валовой добавленной стоимости. В таблице приведен ранг отрасли при упорядочении по данному показателю — от высоких к низким значениям.

---

Адрес страницы: <http://moscowdebt.mos.ru/presscenter/news/detail/7239604.html>

---

[Финансовое агентство г. Москвы](#)