

О.В. Буклемишев

МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва

Инвестиционная пауза в российской экономике и ее преодоление

Центральным фактором нынешнего кризиса российской экономики является *инвестиционная пауза*, преодоление которой служит ключом к восстановлению поступательного экономического роста. В статье критически рассматриваются различные объяснения замедления и спада капиталовложений. Сделан вывод, что главными причинами инвестиционной паузы служат негативные ожидания делового сообщества и недостаточность источников инвестиций. По результатам анализа предлагаются системные меры экономической политики, направленные на установление доверия и стимулирование на этой основе капиталовложений с целью выхода из инвестиционного кризиса.

Ключевые слова: *инвестиционная пауза, санкции, неопределенность, государственное стимулирование, экономическая политика, ожидания.*

Классификация JEL: E22, E61.

Введение

Практически все авторы исследований, посвященных текущему состоянию российской экономики, сходятся в том, что одной из наиболее важных причин и одновременно ярким симптоматическим проявлением кризиса служит инвестиционная пауза (рис. 1). Замедление (2013 г.), а затем и нарастающий спад (2014–2015 гг.) вложений в основной капитал в России – сложное явление, природа которого требует специального анализа.

Нынешняя инвестиционная пауза отличается от аналогичных ситуаций в новейшей истории России. Глобальный финансовый кризис 2007–2009 гг. породил резкий, но краткосрочный спад капиталовложений в России (–16% в 2009 г.). Однако предыдущая инвестиционная пауза растянулась практически на десятилетие – с конца советского периода до 1999 г.

Независимо от того, какая из оценок разрыва ВВП и возможностей наращивания экономического роста на нынешнем этапе ближе к истине (см. например, (Синельников-Мурылев и др., 2014; Ивантер и др., 2015)), сокращение инвестиций ведет к снижению потенциального выпуска и углублению отставания его фактического уровня от потенциального. Очевидно, что возобновление устойчивого роста российской экономики требует выработки и реализации мер, направленных на содействие инвестиционному процессу, но до решения этой задачи необходимо вскрыть причины инвестиционной паузы.

1. Причины инвестиционной паузы

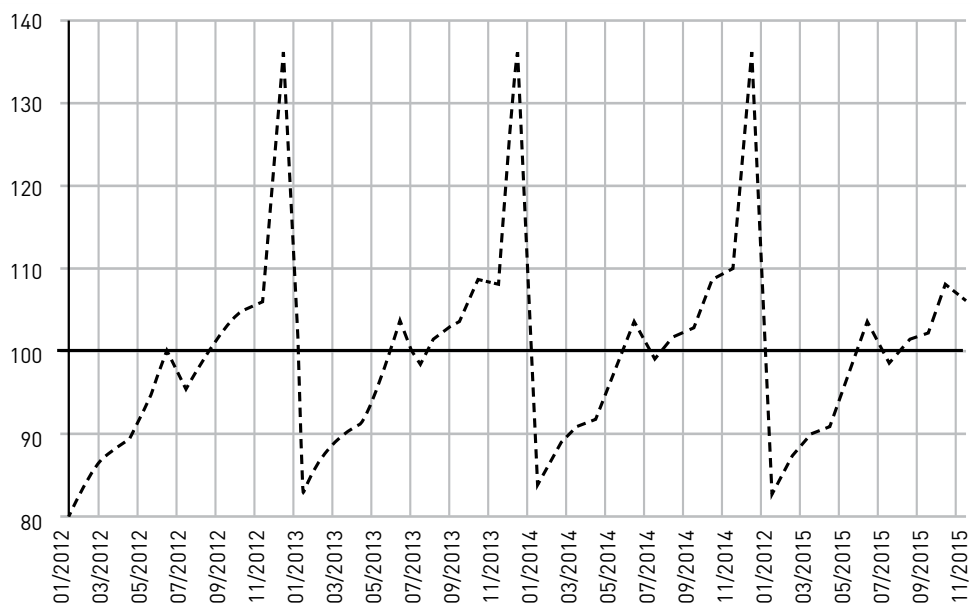
1. *Институциональные ограничения.* Ряд авторов указывают на существенное сдерживающее воздействие на инвестиционный

процесс таких факторов, как положение дел в области судебной системы, коррупция и неэффективность государственных структур, монополизм и другие характеристики неблагоприятного инвестиционного климата (Ведев, Косарев, 2012; Березинская, Ведев, 2014; Кудрин, Гурвич, 2014, 2015). Они полагают, что, предприняв энергичные преобразования, направленные на устранение указанных помех, можно придать импульс инвестиционному процессу и, следовательно, экономическому росту.

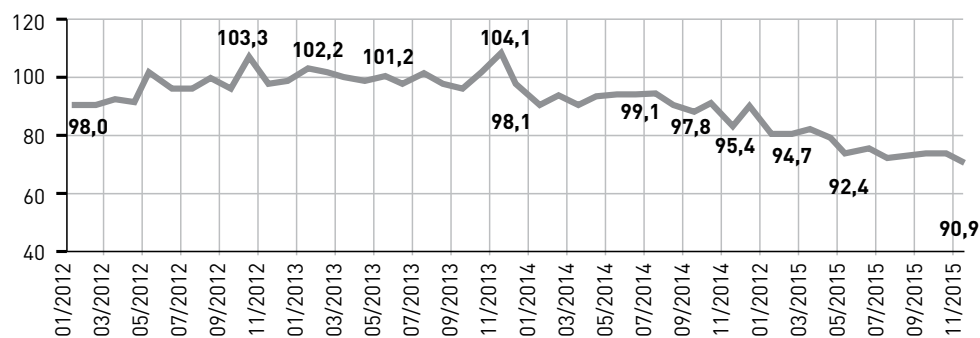
В любом случае, институциональные проблемы в российской экономике существовали задолго до инвестиционной паузы 2012–2013 гг., и принципиальных ухудшений в этой сфере в последние годы зафиксировано не было. Напротив, прогресс, достигнутый по ряду характеристик инвестиционной среды России (Ernst & Young, 2015), нашел отражение в рейтинге Doing Business (World Bank, 2016).

2. *Факторы циклического свойства.* Вторая группа выделяемых факторов непосредственно связана с событиями предыдущих лет и наступлением циклического спада капиталовложений, который не был вовремя диагностирован и купирован: сокращение прироста основных фондов объясняется, в частности, тем, что в 2009 г., в период резкого провала инвестиций, вызванного глобальным финансовым кризисом, «...не были созданы заделы для расширения производственных мощностей» (Аганбегян, 2015, с. 64).

В работе (Ивантер и др., 2015) указывается, что вхождение в инвестиционную паузу способствовало одновременное завершение стратегических проектов государства и снижение инвестиционной активности государственных компаний. Действительно, в 2012–2014 гг. подошло к концу строительство объектов к сам-



А. Фактические инвестиции



Б. Инвестиции с исключенной сезонностью

Рис. 1

Инвестиции в основной капитал, % к среднемесячному значению 2012 г.

Источник: данные ЦМАКП за 2016 г.

миту АТЭС и сочинской Олимпиаде, а также произошло сокращение объемов инвестиций у контролируемых государством публичных компаний – в среднем на 15,6% за рассматриваемый период. Таким образом, затухающий импульс инвестирования не был поддержан за счет инициирования новых проектов.

Разумеется, статистически данный фактор сыграл свою роль в формировании инвестиционной паузы. Но ее вряд ли удалось бы избежать, если бы государством и государственными компаниями были разработаны и реализованы новые масштабные проекты: сокращение объемов внешнеэкономической ренты в их распоряжении не могло не при-

вести к сворачиванию инвестиционного процесса и замораживанию строек, даже если бы они были в 2013–2014 гг. начаты.

3. *Ресурсные ограничения.* Самый крупный в абсолютном выражении отрицательный вклад в формирование инвестиционной паузы в 2013 г. был внесен в секторе смешанной (частно-государственной) собственности (без иностранного участия), но в 2014 г. сектор государственной и муниципальной собственности перекрыл данный показатель практически вдвое (минус 500 млрд руб.), причем особенно крупный провал зафиксирован на уровне консолидированных бюджетов регионов. Это связано с сохранением политического импера-

тива реализации президентских указов от 7 мая 2012 г., несмотря на ухудшение условий экономической среды и сжатие ресурсной базы региональных органов власти. Если в 2013 г. финансирование осуществлялось за счет наращивания долгового бремени и инвестиционные расходы еще можно было как-то поддерживать, то начиная с 2014 г. такой возможности у субъектов РФ уже не было (Зубаревич, 2015).

Сжатие государственных инвестиций в основной капитал представляется естественным в силу падения мировых цен на энергоресурсы и резкого сокращения экспортных доходов (нефтегазовые доходы бюджета уменьшились за первые десять месяцев 2015 г. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 2,2 процентных пункта от ВВП). В любом случае в условиях нынешнего кризиса рассчитывать на бюджетные источники как на основной ресурс нельзя.

Исторически основным источником инвестиций являлись собственные средства компаний. В последнее время их значение несколько выросло, однако других серьезных изменений (за исключением снижения доли бюджетных источников) в ресурсной структуре инвестиций не выявлено (рис. 2).

Одной из главных причин инвестиционной засухи является истощение в 2012–2014 гг. основного источника капиталовложений – прибыли предприятий. Даже увеличение сальдированного финансового результата в 2015 г. (44,1% за девять месяцев к аналогичному периоду прошлого года) не вызывает в этой связи оптимизма. Во-первых, этого роста недостаточно, для того чтобы компенсировать предшествующий двухлетний провал уровня прибыли. Во-вторых, подавляющая часть при-

былей корпораций концентрируется в нефтегазовом секторе экономики (РБК, 2015), а механизмы перераспределения этих ресурсов в другие отрасли, в наибольшей степени нуждающиеся в инвестициях, отсутствуют. Наконец, взрыв совокупной прибыли вызван временно действующими факторами (в частности, резкой девальвацией рубля в 2014 г.); в ближайшие годы ожидается, в лучшем случае, стагнация реального финансового результата и, соответственно, инвестиций (рис. 3).

Что касается привлеченных источников финансирования, заметим крайне малую долю инструментов фондового рынка, а также увеличение в последнее время инвестиционной роли банковского кредита – практически до рекордных предкризисных уровней 2007–2008 гг. Однако доля чувствительных к изменениям процентной ставки инвестиционных ресурсов в России стабильно невелика (см. рис. 2), и негативное влияние на инвестиции, приписываемое чрезмерно жесткой денежно-кредитной политике Банка России, также, по-видимому, следует признать преувеличенным.

Ресурсное обеспечение инвестиционного процесса также не могло не пострадать в результате финансовых санкций, объявленных зарубежными странами после событий в Украине в 2014 г. С одной стороны, долговые обязательства перед нерезидентами, которые в нормальных условиях можно было бы рефинансировать, приходится погашать за счет других (по большей части внутренних) источников. По данным ЦБ РФ, сокращение долгосрочных внешних обязательств российских банков и корпораций с 1 апреля 2014 г. по 1 октября 2015 г. составило около 100 млрд

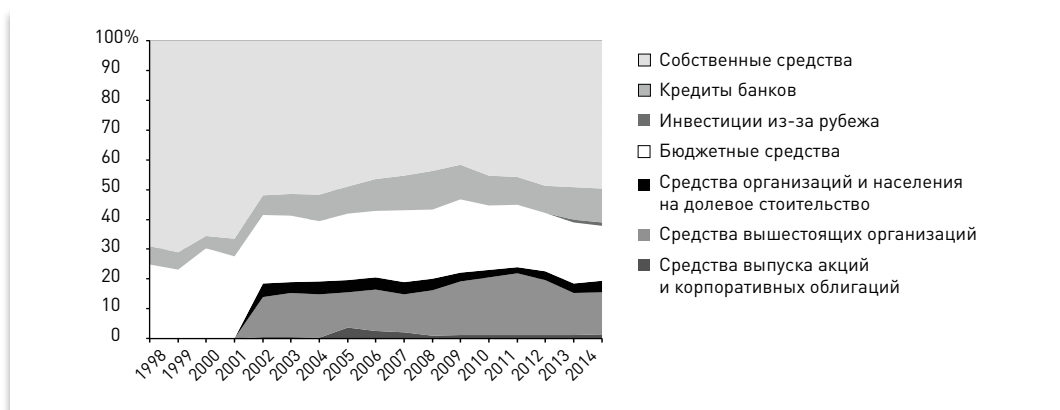


Рис. 2

Структура источников инвестиций в основные фонды в России, %

Источник: данные Росстата за 2015 г.



Рис. 3

Инвестиции в основной капитал и прибыль в ценах 2002 г., базовый вариант прогноза

Примечание. Для данных за 2015 г. приведена оценка, для 2016–2018 гг. – прогноз. Для расчета был использован индекс-дефлятор инвестиций в основной капитал.

Источник: данные Минэкономразвития за 2015 г.

долл. С другой стороны, иностранные инвестиции сокращаются, и адекватной замены «длинным деньгам» с международного рынка капитала не найдено.

4. *Негативные ожидания экономических субъектов.* Многие авторы указывают на весомый вклад в развитие инвестиционного кризиса фактора неопределенности и самосбывающихся негативных ожиданий. Волатильность основных экономических параметров (обменного курса рубля, темпов инфляции, процентных ставок, корпоративных прибылей и пр.) в последние годы в России ощутимо возросла. Значительная роль в усилении неуверенности принадлежит санкциям и порожденной ими дополнительной неопределенности в сфере экономической политики (Всемирный банк, 2015, с. 56). Увеличение премии за риск не может быть компенсировано за счет снижения номинальных рыночных процентных ставок (Улюкаев, Мау, 2015); в терминах теории реальных опционов ценность ожидания в подобной ситуации возрастает, и естественной реакцией бизнеса является отсрочка реализации программ капиталовложений (Dixit, Pindyck, 1994).

2. Меры восстановления инвестиционного процесса

Исходя из изложенного, эффективная экономическая политика, направленная на

преодоление инвестиционной паузы, должна реагировать главным образом на следующие вызовы:

- 1) недостаток ресурсного обеспечения инвестиций;
- 2) негативные ожидания;
- 3) несовершенство институциональной среды.

Указанные вызовы тесно взаимосвязаны. Дефицит ресурсного обеспечения во многом определяется негативными ожиданиями, а также несовершенством институциональной среды, препятствующим переливу капитала. Негативные ожидания объясняются в том числе углубляющимся финансовым кризисом, а также отсутствием институциональных реформ.

Таким образом, для восстановления полноценного инвестиционного процесса необходима комплексная политика, отвечающая одновременно на все указанные вызовы. Отсутствие системного подхода – основной недостаток крайних позиций, сводящихся либо к первоочередному стимулированию инвестиций со стороны государства (см. например, (Эскиндаров, Сорокин, 2015)), либо, наоборот, – в отказе от такого стимулирования до преодоления существующих институциональных ограничений.

Выбор в пользу стимулирующей политики был бы неверным, поскольку уровень эффективности при реализации масштабных государственных инфраструктурных проектов в России оценивается не слишком высоко со стратегической (неверный выбор проектов) и операционной (высокие затраты на реализацию) точек зрения (см., например, (Морозкина, 2015; Буклемишев, 2013)).

Стимулирование кредитной накачки – также не выход. Форсированное наращивание кредитования инвестиционных проектов российскими банками, чей совокупный собственный капитал сегодня сокращается, следовало бы рассматривать как опасный признак накопления макроэкономического риска. Его нейтрализация за счет централизованного рефинансирования прозрачна: этот риск лишь перекладывается непосредственно на Банк России. В отсутствие доверия к проводимой политике и уверенности в ее успешности гарантировать целевое использование ресурсов, направляемых на стимулирование, невозможно. В свою очередь, льготные режимы предоставления кредитно-инвестиционных ресурсов тоже, как правило, не достигают своей главной цели, разрушая конкуренцию между проектами и приводя к так называемой отрицательной селекции.

Политика эскалации государственных инвестици уже реализовывалась в России: за пятилетку 2004–2008 г. был зарегистрирован четырехкратный рост номинального объема бюджетных капиталовложений. По авторитетному свидетельству авторов работы (Кудрин, Гурвич, 2014), экономике страны эта расходная экспансия дивидендов не принесла, а ее главные проводники – институты развития – сегодня вновь требуют рекапитализации за счет бюджета. Возобновление инвестиционной накачки под эгидой государства даже при наличии ресурсов целесообразно лишь при условии создания *эффективных механизмов общественного контроля*, который пресекал бы рентоориентированное поведение бюрократии (Morozumi, Veiga, 2014), т.е. проведения глубоких институциональных реформ.

Большинство авторов не отрицают острых институциональных проблем и потребности в их решении. Однако одни дают понять, что необходимые преобразования не требуют коренных перемен и могут быть осуществлены в рутинном режиме – путем принятия нормативных актов и реализации других административных мероприятий (Улюкаев, Мау, 2015). Другие же гораздо более обоснованно, на наш взгляд, полагают, что реформы в нынешних условиях маловероятны, поскольку их проведение требует политической воли для преодоления сопротивления организованных групп интересов (Connolly, 2015).

Стимулирование инвестиций со стороны государства и институциональные преобразования, безусловно, должны являться элементами *системной экономической стратегии*, направленной на возобновление инвестиционного процесса. Мы полагаем, что в основе этой стратегии должен лежать ответ на другой вызов, как восстановить доверие к действиям государства и переломить негативные ожидания субъектов экономики.

Именно эту задачу, судя по всему, ставят перед собой российские чиновники, регулярно делая оптимистичные заявления. Но одних вербальных интервенций для формирования новой тенденции в экономике недостаточно; нужны конкретные и вызывающие доверие изменения в экономической политике, которые направлены на улучшение условий инвестиционного процесса и ориентированы на максимально широкий круг субъектов бизнеса.

В качестве мер, свидетельствующих о понимании властями серьезности кризиса и стремлении кардинально изменить политику по отношению к бизнесу, можно рассмотреть следующее:

- отмена запретов или ограничений экономической деятельности, а также обременений для предпринимателей на федеральном и региональном уровнях;
- роспуск/ограничение деятельности наиболее одиозных в бизнес-среде контрольных инстанций (Роспотребнадзор, Роскомнадзор, всевозможные административно-технические инспекции);
- широкая амнистия по экономическим преступлениям и т.п.

Формированию позитивных ожиданий может содействовать также коренная либерализация тех хозяйственных сфер, где государство не в состоянии обеспечить конкурентоспособный режим ведения бизнеса – например в регулировании международной торговли и получении разрешений на строительство¹).

Значимый результат стимулирующей политики можно получить только на основе завоевания доверия к политике государства; в частности, такого синергетического эффекта можно было бы добиться за счет восстановления в том или ином виде инвестиционной льготы – права вычета из налогооблагаемой базы для расчета налога на прибыль расходов предприятий на вложения в основной капитал. Разумеется, сегодня, в условиях высокого дефицита федерального и региональных бюджетов такая мера потребует замещения выпадающих бюджетных доходов, но угроза застоя инвестиционного кризиса и отставания российской экономики настоятельно требует принятия нестандартных и далеко идущих решений.

Последнее, но не менее важное соображение: в силу взаимосвязанности влияния различных негативных факторов на российскую экономику на современном этапе вычлениить и точно оценить эффект санкций довольно сложно. Однако нет сомнений, что они обходятся стране очень дорого (см., например, (Oxenstierna, Olson, 2015; Гурвич, Прилепский, 2016)). Формирование и публичное заявление политики продвижения к постепенной отмене санкций станет еще одним свидетельством в пользу улучшения перспектив для отечественных и иностранных инвесторов.

¹ В соответствующих компонентах рейтинга Doing Business–2016 Россия находится на 170 и 119 месте среди 190 стран мира; положение дел в обеих этих сферах оказывает мощное негативное воздействие на инвестиционную деятельность (World Bank, 2016).

Одной из наиболее важных проблем российской экономики на современном этапе является инвестиционный кризис, выразившийся сначала в замедлении, а затем в нарастающем спаде вложений в основной капитал. Ожидается, что в 2016 г. инвестиционный спад сохранится, и это чревато продолжением рецессии и углублением экономического отставания. В этой связи мы считаем необходимым выработать государственную политику, направленную на преодоление инвестиционной паузы в экономике.

Главными причинами кризиса капиталовложений нам представляются дефицит финансирования и негативные ожидания. Ведущую роль играет последняя причина; ее устранение должно рассматриваться в качестве ключевой задачи системной экономической политики. В рамках такой политики для преодоления негативных инвестиционных настроений понадобятся прежде всего меры, свидетельствующие о понимании властями серьезности кризиса и стремлении кардинально изменить отношение к бизнесу. В числе других важных шагов следует рассмотреть возможность радикальной либерализации различных сфер хозяйственной жизни, где государство не сумело обеспечить инвесторам конкурентоспособный режим (в первую очередь – в таможенном регулировании и получении разрешений на строительство), восстановить в том или ином виде инвестиционную льготу, а также выработать вызывающую доверие стратегию продвижения к отмене экономических санкций.

ЛИТЕРАТУРА

- Аганбегян А.Г.** (2015). О преодолении рецессии и стагфляции в экономике России. В сб.: «О мерах по преодолению кризисных процессов в экономике России». М.: Государственная дума. С. 63–78.
- Березинская О.Б., Ведев А.Л.** (2014). Инвестиционный процесс в российской экономике: потенциал и направления активизации // *Вопросы экономики*. № 4. С. 4–16.
- Буклемишев О.В.** (2013). Фискальное стимулирование и российские бюджетные фонды // *Вопросы экономики*. № 12. С. 74–85.
- Ведев А.Л., Косарев А.Е.** (2012). Некоторые количественные оценки воздействия институциональных ограничений на экономический рост в России // *Экономическая политика*. № 1. С. 50–65.
- Всемирный банк (2015). Начало новой экономической эры? [Электронный ресурс] // *Доклад об экономике России*. № 33. Апрель. Режим доступа: <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/eca/russia/ger33-rus.pdf>, свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: январь 2016 г.).
- Гурвич Е.Т., Прилепский И.В.** (2016). Влияние финансовых санкций на российскую экономику // *Вопросы экономики*. № 1. С. 5–35.
- Зубаревич Н.В.** (2015). Региональная проекция нового российского кризиса // *Вопросы экономики*. № 4. С. 37–52.
- Ивантер В.В., Порфирьев Б.Н., Широков А.А., Моисеев А.К.** (2015). От антикризисных мер к структурной перестройке экономики. В сб.: «О мерах по преодолению кризисных процессов в экономике России». М.: Государственная дума. С. 41–62.
- Кудрин А.Л., Гурвич Е.Т.** (2014). Новая модель роста для российской экономики // *Вопросы экономики*. № 12. С. 4–36.
- Кудрин А.Л., Гурвич Е.Т.** (2015). Государственное стимулирование или экономические стимулы? // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 2. С. 179–186.
- Морозкина А.К.** (2015). Эффективность государственных инвестиций в инфраструктуру и риски для бюджетной системы // *Экономическая политика*. Т. 10. № 4. С. 47–59.
- Минэкономразвития (2015). Справочные материалы к проекту прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на 2016–2018 годы. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://economy.gov.ru/mines/about/structure/depmacro/20151026>, свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: январь 2016 г.).
- РБК (2015). Рейтинг РБК 500. Крупнейшие компании России. [Электронный ресурс] М.: РБК. Режим доступа: <http://marketing.rbc.ru/research/562949997637297.shtml>, закрытый. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: февраль 2016 г.).
- Синельников-Мурылев С.Г., Дробышевский С.М., Казакова М.В.** (2014). Декомпозиция темпов роста ВВП России в 1999–2014 годах // *Экономическая политика*. № 5. С. 7–37.
- Улюкаев А.В., Мау В.А.** (2015). От экономического кризиса к экономическому росту, или Как не дать кризису превратиться в стагнацию // *Вопросы экономики*. № 4. С. 5–19.

- Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (2016). Тренды российской экономики, декабрь 2015. Режим доступа: http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/SocMon/2015/Mon122015.pdf, свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: январь 2016 г.).
- Эскиндаров М.А., Сорокин Д.Е.** (2015) От неотложных мер к стратегии устойчивого роста. В сб.: «*О мерах по преодолению кризисных процессов в экономике России*». М.: Государственная дума. С. 100–107.
- Ernst & Young (2015). Инвестиционный климат в России: мнение иностранных инвесторов. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.fiac.ru/pdf/EY-investment-climate-in-russia-2015-rus.pdf>, свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: январь 2016 г.).
- Connolly R.** (2015). Troubled Times: Stagnation, Sanctions and the Prospects for Economic Reform in Russia. [Электронный ресурс] Chatham House Research Paper. February. Режим доступа: https://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/field/field_document/20150224TroubledTimesRussiaConnolly.pdf, свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: январь 2016 г.).
- Dixit A., Pindyck R.** (1994). Investment Under Uncertainty. Princeton: Princeton University Press.
- Morozumi A., Veiga F.** (2014). Public Spending and Growth: The Role of Institutions. *NIFE Working Paper*. No. 11 / 2014.
- Oxenstierna S., Olsson P.** (2015). The Economic Sanctions Against Russia: Impact and Prospects of Success. FOI Research Report Series. September.
- World Bank Group (2016). Doing Business 2016. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB16-Full-Report.pdf>, свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: январь 2016 г.).
- REFERENCES (with English translation or transliteration)
- Aganbegyan A.G.** (2015). Overcoming the Recession and Stagflation in the Russian Economy. In: "*On Measures to Overcome Crisis Processes in the Russian Economy*". Moscow: State Duma, 63–78 (in Russian).
- Berezinskaya O.B., Vedev A.L.** (2014). Investments in the Russian Economy: Their Potential and Activation Directions. *Voprosy Ekonomiki* 4, 4–16 (in Russian).
- Buklemishev O.** (2013). Fiscal Stimulus and Russian Sovereign Funds. *Voprosy Ekonomiki* 12, 74–85 (in Russian).
- Connolly R.** (2015). Troubled Times: Stagnation, Sanctions and the Prospects for Economic Reform in Russia. Chatham House Research Paper, February. Available at: https://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/field/field_document/20150224TroubledTimesRussiaConnolly.pdf (accessed: January 2016).
- Dixit A., Pindyck R.** (1994), Investment under uncertainty. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- E'skindarov M.A., Sorokin D.E.** (2015). From Immediate Action to Strategy for Sustainable Growth. In: "*On Measures to Overcome Crisis Processes in the Russian Economy*". Moscow: State Duma, 100–107 (in Russian).
- Ernst & Young (2015). Investment Climate in Russia – Foreign Investor Perception. Available at: <http://www.fiac.ru/pdf/EY-investment-climate-in-russia-2015-rus.pdf> (accessed: January 2015, in Russian).
- Gurvich E.T., Prilepskiy I.V.** (2016). The Impact of Financial Sanctions on the Russian Economy. *Voprosy Ekonomiki* 1, 5–35 (in Russian).
- Ivanter V.V., Porfir'ev B.N., Shirov A.A., Moiseev A.K.** (2015). From Anti-Crisis Measures to Structural Transformation of the Economy. In: «*On Measures to Overcome Crisis Processes in the Russian Economy*». Moscow: State Duma, 41–62 (in Russian).
- Kudrin A.L., Gurvich E.T.** (2014). A New Growth Model for the Russian Economy. *Voprosy Ekonomiki* 12, 4–36 (in Russian).
- Kudrin A.L., Gurvich E.T.** (2015). Government Stimulus or Economic Incentives? *Journal of the New Economic Association* 2, 179–186 (in Russian).
- Mine'konomrazvitiya (2015). Spravochnye materialy k proektu prognoza social'no-ekonomicheskogo razvitiya Rossijskoj Federacii na 2016–2018 gody. Available at: <http://economy.gov.ru/minec/about/structure/depmacro/20151026> (accessed: January 2015, in Russian).
- Morozkina A.K.** (2015). Efficiency of Public Infrastructure Investment and Budget Risks. *Economic Policy* 10, 4, 47–59 (in Russian).
- Morozumi A., Veiga F.** (2014). Public Spending and Growth: The Role of Institutions. *NIFE Working Paper*. No. 11 / 2014.

- Oxenstierna S., Olsson P.** (2015). The Economic Sanctions Against Russia: Impact and Prospects of Success. FOI Research Report Series, September.
- RBK** (2015). Rejting RBK 500. Krupnejšie kompanii Rossii. Moscow: RBK. Available at: <http://marketing.rbc.ru/research/562949997637297.shtml> (accessed: January 2015, in Russian).
- Sinelnikov-Murylev S.G., Drobyshevsky S.M., Kazakova M.V.** (2014). Decomposition of Russian GDP Growth Rates in 1999–2014. *Economic Policy* 5, 7–37 (in Russian).
- Ulyukaev A.V., Mau V.A.** (2015). From Economic Crisis to Economic Growth, or How to Prevent the Crisis from Turning into Stagnation. *Voprosy Ekonomiki* 4, 5–19 (in Russian).
- World Bank** (2016). Doing Business 2016. Available at: <http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB16-Full-Report.pdf> (accessed: January 2016).
- Vedev A.L., Kosarev A.E.** (2012). Quantitative Assessments of Institutional Improvements' Impact on Economic Growth in Russia. *Economic Policy* 1, 50–65 (in Russian).
- World Bank Group** (2015). The Dawn of a New Era? *Russia Economic Report* 33, April. Available at: <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/eca/russia/er33-rus.pdf> (accessed: January 2015, in Russian).
- Zubarevich N.V.** (2015). Regional Dimension of the New Russian Crisis. *Voprosy Ekonomiki* 4, 37–52 (in Russian).

Поступила в редакцию 21 января 2016 года

O.V. Buklemishev

Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia

Overcoming Investment Pause in the Russian Economy

Investment pause represents the central factor of the current crisis in the Russian economy. The key factor for restoration of economic growth is to overcome this pause. The paper critically discusses various explanations of the slowdown of investment. It is reckoned that the negative expectations of the business community and deficit of finance constitute the main obstacles for overcoming the investment pause. The paper concludes with proposing systemic measures of economic policy to deal with the investment crisis, aimed at re-establishing trust and stimulating investment activity on this basis.

Keywords: *investment pause, sanctions, uncertainty, state stimulus, economic policy, expectations.*

JEL Classification: E22, E61.