



**ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ**

Тел.: 8-499-129-17-22, факс: 8-499-129-09-22, e-mail: mail@forecast.ru, <http://www.forecast.ru>

**ИТОГИ 2009 ГОДА
И ПРОГНОЗ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ НА
ДОЛГОСРОЧНУЮ ПЕРСПЕКТИВУ**

Обзор макроэкономических тенденций № 70

Февраль 2010

Резюме

В целом, 2009 г. ознаменовался существенным ухудшением состояния российской экономики: сильно сократился ВВП (спад на 7.9% против роста в 5.6% в 2008 г.); значительно снизились инвестиции (-17.0% против роста на 9.8% в 2008 г.), возросла на треть численность безработных (6.3 млн. чел. В среднем за 2009 г. против 4.8 млн. чел в 2008 г.). Падение стоимостного объема российского экспорта составило 35% - почти втрое больше, чем в целом по мировой экономике (по оценкам, -12-13%).

В то же время, удалось ограничить целый ряд негативных проявлений экономического кризиса, заложив основу для стабилизации ситуации и перехода к восстановительному росту...

«Разморозка» мировой финансовой системы в 2009 г. дает основания полагать (по крайней мере, в рамках модели экономического цикла), что нижняя точка спада мирового ВВП пройдена в середине 2009 г. В 2010 г. на экономики развитых стран будут давить последствия кризисных процессов - выросшая безработица, высокая доля банкротств, пониженное кредитное качество заемщиков, в том числе суверенных. В подобных условиях быстрое восстановление развитых экономик представляется сомнительным...

В 2009 г. вследствие кризиса произошло резкое сокращение доходов бюджетной системы, сопровождавшееся одновременным ростом расходов, направленных на антикризисную поддержку экономики и населения, что повлекло за собой образование масштабного бюджетного дефицита, впервые за последние годы. В среднесрочной перспективе предстоит восстановить баланс бюджетной системы, что, при условии неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, потребует серьезной ревизии расходных обязательств и реформирования пенсионной системы...

В 2009 г. сократился спрос на рабочую силу, резко повысился уровень безработицы, произошли масштабные сокращения занятых в реальном секторе, потеряли рабочие места занятые в малом бизнесе, предприятия перешли на режим функционирования при неполном рабочем времени персонала...

Итоги работы промышленности в прошедшем кризисном году показывают, что, по-настоящему серьезных проблем удалось избежать. Масштабы спада производства сопоставимы со среднеевропейским уровнем (при том, что в докризисный период темпы роста были заметно выше). Несмотря на ускоренное (по сравнению с выпуском) сжатие доходов компаний и рост долговой нагрузки, удалось реструктурировать наиболее критичные обязательства и сохранить дисциплину в расчетах между товаропроизводителями. Стабилизирована (в том числе с помощью государства) ситуация в наиболее проблемных значимых секторах и социальная обстановка вокруг градообразующих предприятий.

К началу 2010 г. все же ситуация в промышленности остается противоречивой и достаточно сложной. Несмотря на то, что большинство рисков и угроз отодвинуты (или заметно ослаблены) улучшением мировой конъюнктуры, ключевым уже для ближайшей перспективы становится вопрос о пределах адаптации компаний к росту издержек (как энергетических, так и на основные сырьевые товары, цены которых привязаны к мировым товарным рынкам) и укреплению рубля...

Несбалансированность доходов и расходов сектора нефинансовых предприятий, высокий уровень нагрузки на экономику со стороны внешнего корпоративного долга перенакопление предприятиями короткого внутреннего долга, стали источником высоких системных кредитных рисков банковского сектора накануне кризиса. Кризис привел к реализации этих рисков, но не к устранению их причин.

В частности, сохраняется достаточно обширная группа крупных компаний, у которых отношение прибыли к долгу таково, что для сохранения платежеспособности им может потребоваться новый перенос сроков погашения ранее пролонгированной задолженности, либо списание кредиторами части долга. Эта группа, концентрирующая «застойную» задолженность, и станет основным источником системных кредитных рисков финансового сектора...

Сценарные условия на среднесрочную перспективу будут определяться, главным образом, двумя группами факторов. С одной стороны, это характер развития мировой экономики, с другой – это поведение российских компаний, конкретно, момент завершения ими периода коррекции оплаты.

Соответственно, выделяются два основных, противоположных по содержанию, сценария:

«высокий» вариант предусматривает поступательный выход глобальной экономики из депрессии при сохранении высокого спроса на сырьевые товары и растущих цен на них; «низкий» сценарий имеет следующие отличия от базового «высокого»...

Просматриваются три возможных сценария экономического развития на долгосрочную перспективу.

Либерально-консервативный вариант предусматривает сосредоточение усилий государства на обеспечении благоприятных условий для развития российского бизнеса и стабилизации макроэкономической ситуации. Последнее будет достигаться за счет проведения антициклической бюджетной политики и последовательного снижения инфляции.

Социально-ориентированный сценарий предполагает стимулирование роста потребительского спроса, создающее пространство для экономического роста и, одновременно, модернизацию человеческого капитала, обеспечивающую повышение конкурентоспособности российской экономики. Государство при этом минимизирует риски, связанные с участием в экономике, сосредоточиваясь на выполнении функций, относящихся непосредственно к его легитимной «сфере ответственности».

Сценарий индустриальной модернизации предполагает активное участие государства в структурной модернизации экономики за счет расширения государственных инвестиций и спроса на товары и услуги и повышения налоговой нагрузки на сырьевой сектор. Основной приоритет экономической политики – обеспечение интенсивного экономического роста на базе повышения конкурентоспособности обрабатывающих производств...

Оглавление:

1. Развитие российской экономики в 2009 г.: из кризиса – ...куда?	6
Основные тенденции 2009 года:.....	6
1.1. Каким все-таки был 2009 г.: образ целого.....	6
1.2. Стабилизация банковской системы (первое полугодие).....	12
1.3. Стабилизация платежного баланса и обменного курса	11
1.4. От финансовой стабилизации – к стабилизации макроэкономической	13
1.5. Нерешенные проблемы: повестка на 2010 г.....	17
2. На волне кризиса: анализ ключевых тем 2009 года	20
2.1. Мировая экономика в 2009-2010 г.: выходя из кризиса.....	20
2.2. Государственные финансы – 2009.....	30
2.3. Анализ трендов в сфере занятости и рынка труда.....	34
3. Анализ экономической ситуации в отраслях промышленности.....	40
Основные итоги развития промышленности в 2009 году.....	40
Основные тенденции и сюжеты 2009 года	41
4. Анализ ситуации в денежно-кредитной сфере	56
4.1. На старте года (предпосылки развития кризисных процессов)	56
4.2. Ход развития кризиса	60
4.3. Действия монетарных властей: уроки кризиса	73
4.4. Промежуточные итоги кризиса	75
5. Развитие российской экономики в 2010-2011 гг.:	
 контуры среднесрочного прогноза	80
5.1. Сценарии развития.....	80
5.2. Результаты прогнозных расчетов	83
5.3. Условия развития ведущих секторов российской промышленности	89
5.4. Федеральный бюджет в среднесрочной перспективе	92
5.5. Проблема «плохих долгов» и перспективы оживления кредитного рынка.....	94
6. Долгосрочный прогноз развития российской экономики	101
6.1. Долгосрочное развитие российской экономики: вызов эффективности	101
6.2. Особенности долгосрочного прогнозирования.....	105
6.3. Либерально-консервативный сценарий	110
6.4. Сценарии с активной ролью государства	111
6.5. Результаты прогнозных расчетов	115
6.6. Особенности долгосрочного развития финансового сектора.....	122
Приложение 1. Российская экономика в 2009 г.: ключевые события.....	135
Приложение 2. Тенденции и перспективы развития	
рынка корпоративных облигаций	148

1. Развитие российской экономики в 2009 г.: из кризиса – ...куда?

Основные тенденции 2009 года:

- стабилизация в финансовой сфере (первый квартал – обменного курса и платежного баланса, середина года – финансов предприятий, второе полугодие – бюджетной системы), обусловленная как действиями Правительства, так и улучшением внешнеэкономической конъюнктуры;
- начало восстановительного роста производства (прежде всего, в сырьевых отраслях) и инвестиций;
- шоковое падение рентабельности в большинстве отраслей промышленности в первом квартале, обусловившее запуск программ экономии в большинстве компаний;
- снижение реальной оплаты труда и занятости, ставшие важнейшими направлениями адаптации компаний к условиям экономического кризиса)
- существенное влияние антикризисных мер на ситуацию в экономике, включая как поддержку системообразующих банков и крупных компаний (что позволило ограничить масштабы распространения финансового кризиса, предотвратив его распространение по цепочкам платежей между компаниями), так и повышение реальных пенсий, ставшее важнейшим фактором поддержания потребительского спроса.

1.1. Каким все-таки был 2009 г.: образ целого

Развитие российской экономики в 2009 г. проходило под знаком адаптации к условиям острого экономического кризиса, вызванного как внешними (кризис мировой экономики, падение спроса и цен на сырье), так и внутренними факторами (выход экономики из инвестиционного перегрева).

Итоги кризиса в 2009 г. впечатляют.

В целом, 2009 г. ознаменовался существенным ухудшением состояния российской экономики: сильно сократился ВВП (спад на 7.9% против роста в 5.6% в 2008 г.); значительно снизились инвестиции (-17.0% против роста на 9.8% в 2008 г.), возросла на треть численность безработных до 6.3 млн. чел. в среднем за 2009 г. против 4.8 млн. чел в 2008 г. (см. табл. 1.1, графики 1.1-1.3). Падение стоимостного объема российского экспорта составило 35% - почти втрое больше, чем в целом по мировой экономике (по оценкам ВТО и ООН – -12-13%).

С другой стороны, необходимо отметить, что целый ряд кризисных процессов в прошедшем году не реализовался или реализовался не в полной мере. Среди негативных процессов, развитие которых удалось купировать, можно выделить следующие:

- ограничен масштаб кризиса платежного баланса и обменного курса (положительное сальдо торгового баланса по итогам всех кварталов, стабилизация обменного курса в первом квартале);
- купировано развитие «долгового кризиса»: целый ряд банкротств, технических и полноценных в начале не перерос в общесистемный кризис, связанный с «цепными банкротствами» по цепочкам межхозяйственных расчетов (уже к середине года), а затем – вообще сошел на нет;
- удалось не допустить развертывания кризиса неплатежей в экономике и провала в поступлении НДС, сохранив, в целом, устойчивость федерального бюджета;
- уже со второго квартала наметилась стабилизация производства в экономике, а с третьего отмечается восстановительный рост производства в ряде секторов.

Таблица 1.1. Основные показатели развития экономики в 2006 – 2009 гг.

	2007	2008	2009
Валовой внутренний продукт			
в текущих ценах, млрд.рублей	33 111	41 256	39 016
темпы прироста, %	8,1	5,6	-7,9
Индекс промышленного производства, %	6,3	2,1	-10,8
Индекс потребительских цен, дек./дек, %	11,9	13,3	8,8
Оборот розничной торговли, %	16,1	13,5	-5,5
Реальные располагаемые денежные доходы населения, %	12,1	1,9	2,3
Реальная заработная плата, %	17,2	11,5	-2,8
Реальный размер среднемесячной пенсии, %	4,8	18,1	10,7
Инвестиции в основной капитал, %	22,7	9,8	-17,0
Уровень общей безработицы (% к численности экономически активного населения)	6,1	6,4	8,4
Экспорт товаров, млрд долл. США	354,4	471,6	304,0
Импорт товаров, млрд долл. США	223,5	291,9	191,9
Курс рубля к долл. США (на конец года)	24,55	29,38	30,24

Источник: Росстат, ЦБ РФ

График 1.1. Основные показатели развития российской экономики в 2009 г.
(темпы прироста, %)

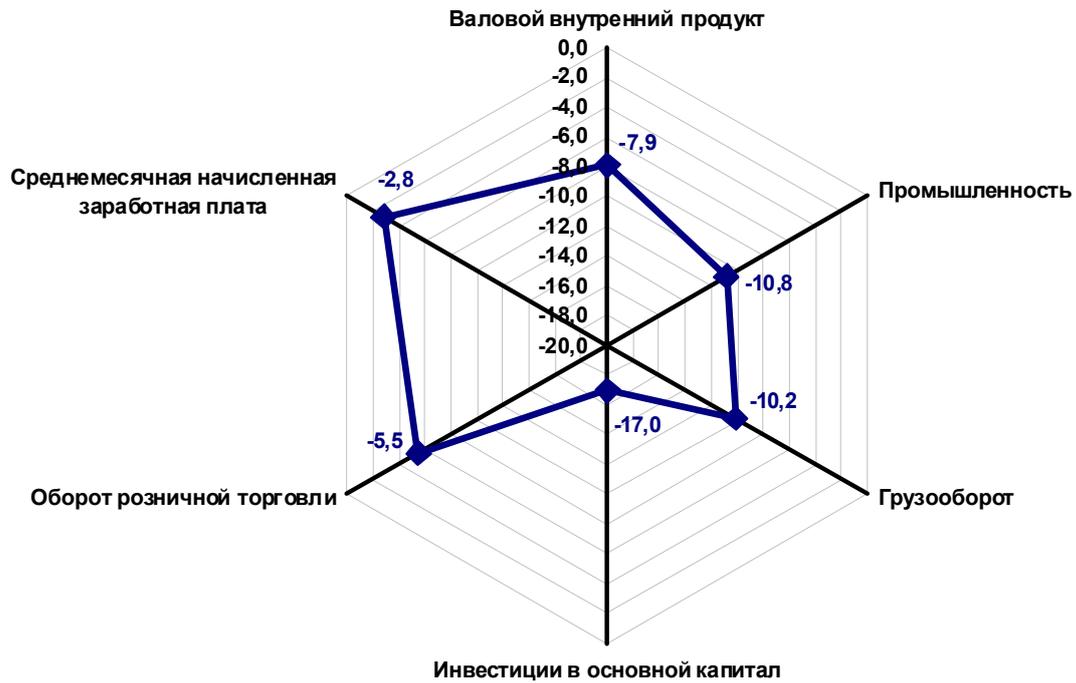


График 1.2. Динамика ВВП и внутреннего конечного спроса
(% к соответствующему периоду прошлого года)

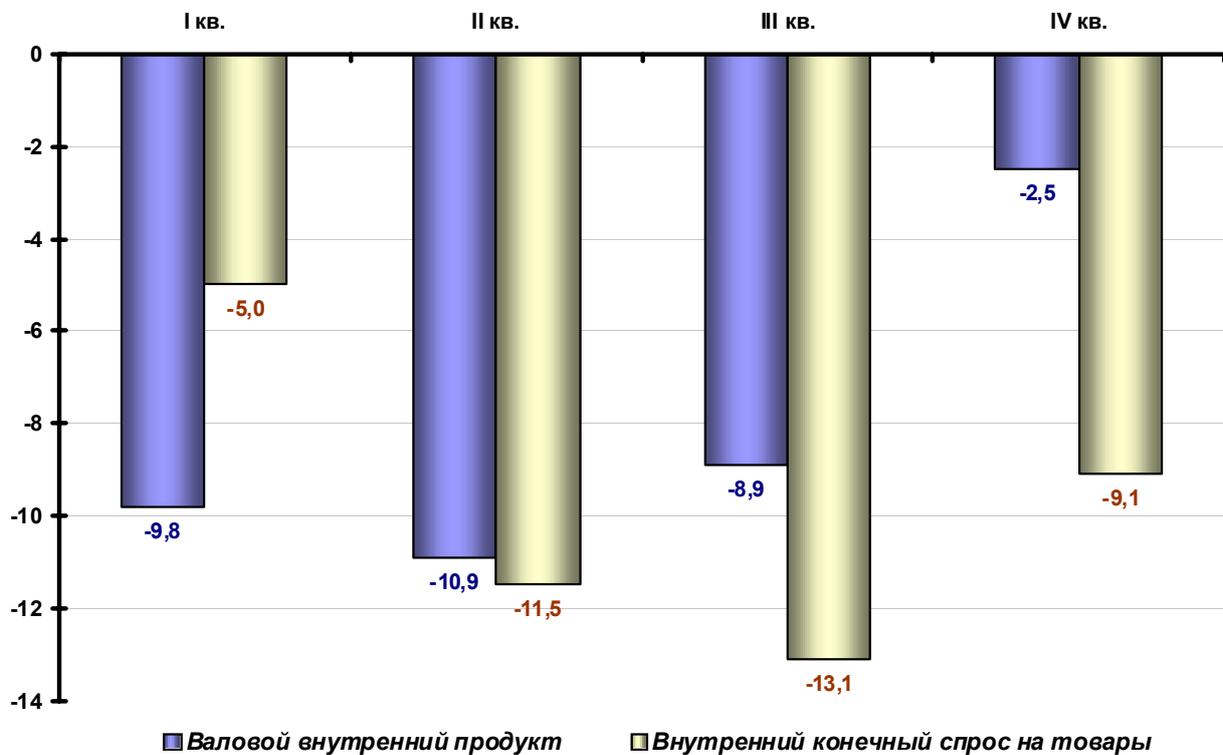
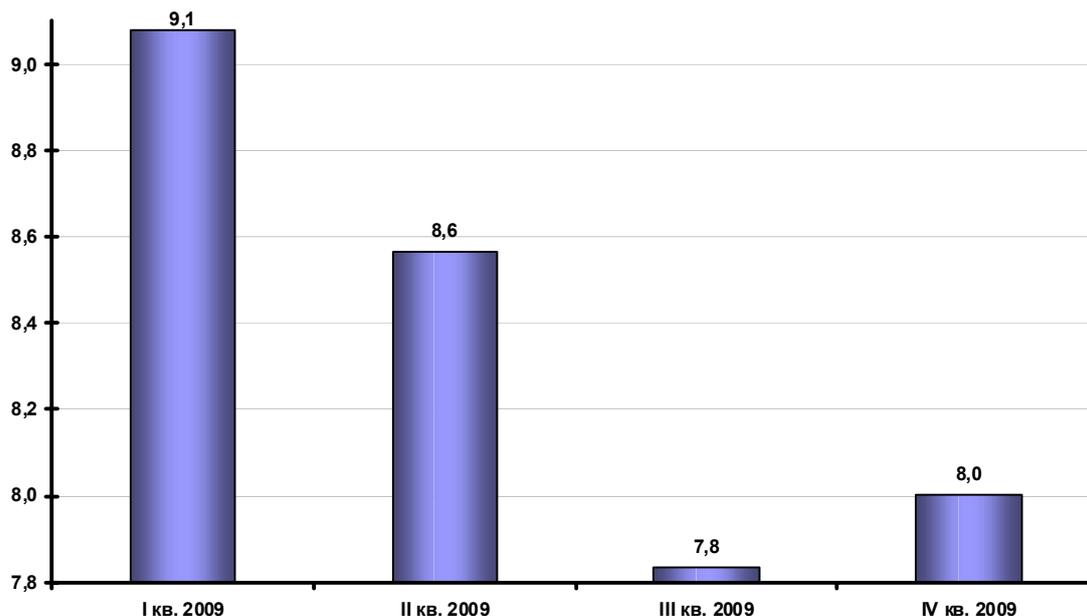


График 1.3. Динамика безработицы (% к экономически активному населению)



Можно отметить следующие особенности экономического развития в 2009 г.:

- негативное воздействие кризиса на качественные характеристики экономики. Если до кризиса экономический рост базировался на сверхбыстром расширении внутреннего спроса (поддерживаемого за счет «кредитного бума» и притока в экономику доходов, связанных с благоприятной внешней конъюнктурой) – то в прошлом году на фазе спада самые большие потери понесли инвестиционно-ориентированные сектора, а восстановительный рост (там, где он был достаточно интенсивным) был обусловлен расширением экспорта товаров¹ и ростом запасов у компаний. В условиях существенного снижения конкуренции со стороны импортной продукции (191.9 млрд. долл. против 291.9 млрд. долл. в 2008 г.) спад ВВП оказался на 2 проц. п. менее глубоким, чем сокращение внутреннего конечного спроса на товары.

Фактически, воспроизводственная цепочка (производство – доходы – спрос – производство) в российской экономике оказалась разорванной. Восстановление ее – ключевая задача экономической политики, не в полной мере решенная в прошлом году и перешедшая на 2010 г. Если же этого не произойдет и внутренние источники экономического роста не будут найдены – рост окажется неустойчивым, что и показала ситуация в промышленности на рубеже 2009-2010 гг.;

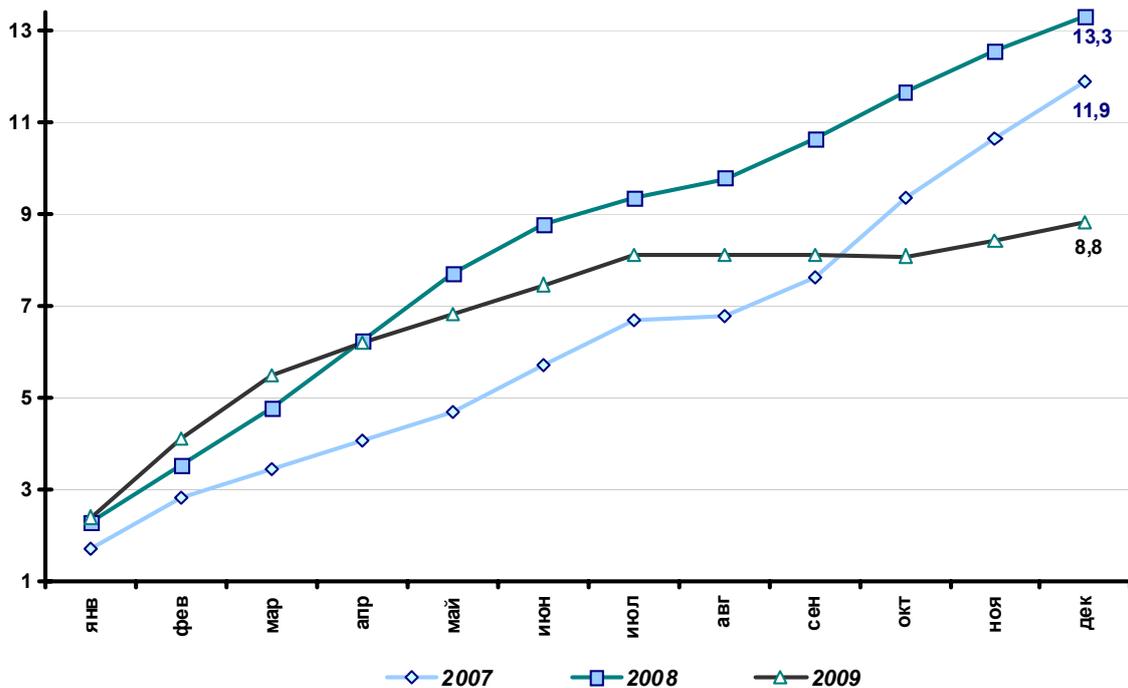
- негативное воздействие кризиса на структуру экономики. Превращение экспорта товаров в основной фактор восстановительного роста привело к перекосу в отраслевой

¹ Так, сокращение выпуска в сырьевых отраслях и их переход к восстановительному росту произошел точно в момент начала оживления мировых сырьевых рынков.

структуре экономики. Максимальные масштабы спада (30-40%) отмечены в производстве машиностроительной продукции – транспортных средств (фокус спада – автомобильная промышленность), производство электронного и оптического оборудования, производственного оборудования и др., а минимальные (единицы процентов) – в топливно-энергетических отраслях и пищевой промышленности;

- слабость эффекта импортозамещения. Несмотря на масштабную коррекцию обменного курса в начале года, скачка производства, соизмеримого с ситуацией 1998 г., не произошло. Причины – и в одновременной девальвации валют стран-конкурентов и торговых партнеров (СНГ, Восточная Европа), и в кризисном сжатии потребительского и инвестиционного спроса, и в негативном влиянии девальвации на стоимость импортных сырья и комплектующих, используемых при производстве соответствующей продукции;
- концентрация кризисных процессов в первой половине года. Первое полугодие, когда спад (с последующей стабилизацией) производства сочетался с высокой инфляцией (см. график 1.4) вплотную поставило российскую экономику перед угрозой стагфляции – причем, на фоне неустойчивого положения в банковской системе. Напротив, во втором полугодии (наиболее успешным стал третий квартал) отмечен и рост производства, и снижение рисков в финансовой сфере и, впервые за последние годы, длительная стабильность потребительских цен.

**График 1.4. Темпы прироста потребительских цен, %
(к декабрю предшествующего года)**



В целом, развитие российской экономики в 2009 г. наглядно предъявило весь баланс потенциальных «запасов прочности», рисков и возможностей для начала посткризисного оживления в различных сферах экономики. При этом, переход к стабилизации в одних сферах экономики (платежный баланс и валютный курс) выступал предпосылкой для нормализации в других (банковской системе), что, в свою очередь, способствовало улучшению положения в реальном секторе экономики.

1.2. Стабилизация платежного баланса и обменного курса

В результате масштабных покупок валюты крупными корпоративными заемщиками в конце 2008 г. объем их валютных активов и обязательств в значительной степени сбалансировался. Это привело к снижению спроса на валюту с их стороны в начале 2009 г.

В сочетании с падением импорта это создало возможность стабилизировать обменный курс рубля.

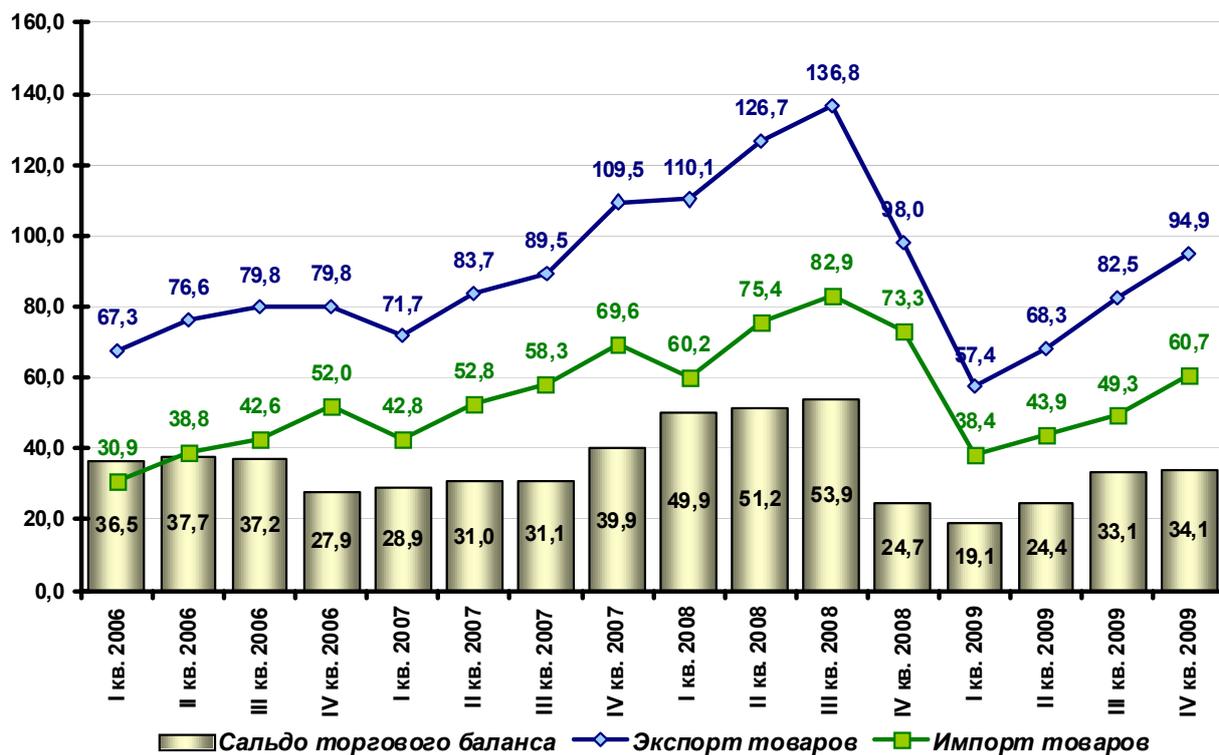
В январе чистый отток капитала из негосударственного сектора составил 24 млрд. долл., а стоимость бивалютной корзины к рублю возросла с 34.8 до 40.0 руб.

Уже в феврале чистый отток капитала упал до 2 млрд. долл. Стоимость бивалютной корзины в первых числах февраля вплотную приблизилась к верхней границе введенного Банком России «технического коридора» (41 руб.), после чего началось ее постепенное снижение.

Участники рынка приняли новый уровень обменного курса: после февраля рубль больше никогда не приближался к верхней границе «коридора» бивалютной корзины

При этом, начавшийся подъём спроса и цен на сырье на мировых рынках уже со второго квартала прошлого года обеспечил довольно быстрый рост стоимостных объемов экспорта товаров (и, что существенно – улучшение финансовых и производственных показателей в сырьевом секторе). Поскольку импорт товаров рос относительно медленно, как из-за инвестиционного кризиса, так и вследствие падения кредитования, сальдо торгового баланса стало быстро расти (см. график 1.5). Это, в свою очередь, обеспечило прочную основу для стабилизации курса.

График 1.5. Основные показатели внешней торговли в 2006-2009 гг.
(млрд. руб.)



1.3. Стабилизация банковской системы (первое полугодие)

Благодаря стабилизации на валютном рынке и антикризисным действиям государства, удалось не допустить «лавинообразного» развития банковского кризиса.

В первом полугодии это было достигнуто, в значительной степени, путем массовой поддержки банковской системы со стороны Банка России.

Причем, в отличие от последних месяцев 2008 г., эта поддержка не вела к существенному наращиванию давления на валютный рынок.

Усилился контроль над целевым использованием ресурсов, выделяемых в рамках поддержки банковской системы.

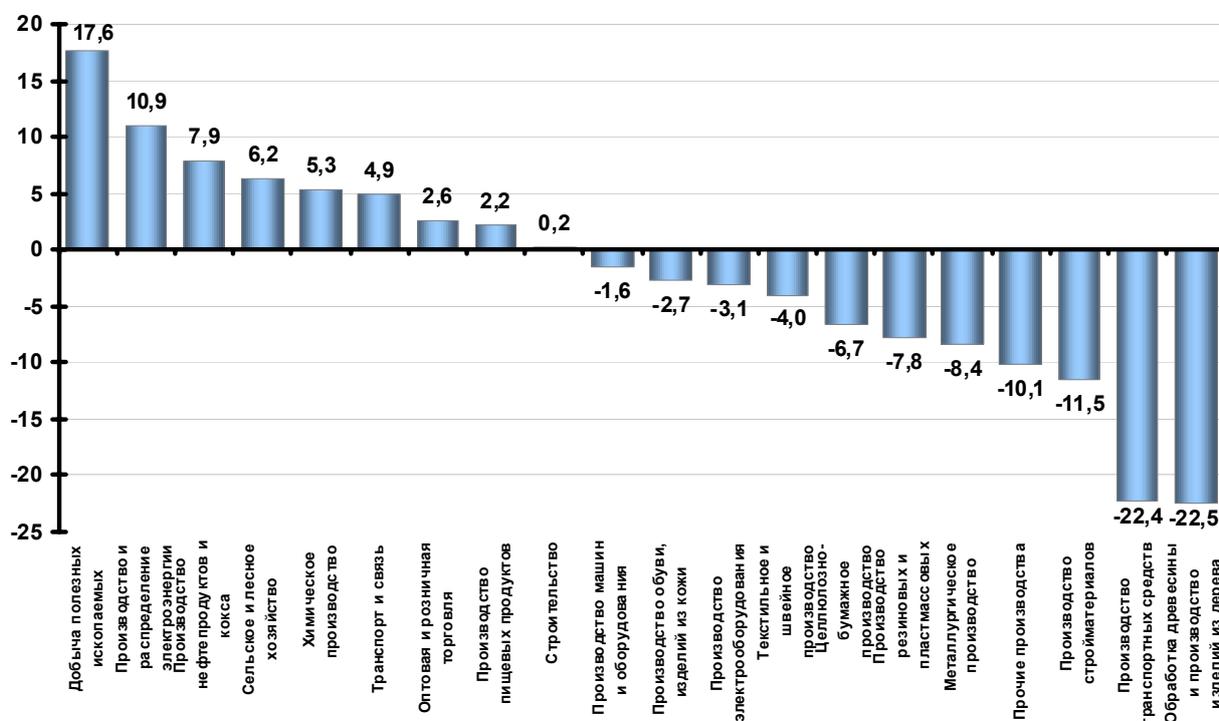
В итоге, если в 2008 г. поддержка банковской системы со стороны Банка России практически автоматически порождала рост спроса банков на валюту и дестабилизировала валютный рынок, то в первой половине 2009 г. удалось добиться одновременно стабилизации и банковской системы, и обменного курса, и платежного баланса.

1.4. От финансовой стабилизации – к стабилизации макроэкономической

В реальном секторе положение оказалось гораздо более сложным.

Быстрое падение поступлений от внешней торговли (вслед за сжатием спроса на сырье на мировом рынке и падением цен) на фоне роста реальной заработной платы вызвало в начале года шоковое снижение доходности бизнеса практически во всех отраслях экономики (см. график 1.6). Существенно пострадали производство транспортных средств (убыток 22% к затратам), стройматериалов (12%) металлургия (8%).

График 1.6. Уровень рентабельности в первом квартале 2009 г.
(прибыль к затратам, %)



Ситуация усугубилась тем, что в первом полугодии Банк России проводил политику, которую можно характеризовать как «много» (большие объемы размещения), но «дорого» (высокие процентные ставки) – что было необходимо для снижения оттока капитала из России и, соответственно, снятия давления на валютный рынок. Стоимость кредитных ресурсов, предоставляемых Банком России коммерческим банкам, составила в марте 2009 г. 15.5%, в июне – 12.3%. В среднем уровень процентных ставок по кредитам предприятиям на пике повысился до 17% (январь-февраль 2009 г.) с последующей стабилизацией на уровне 15-16%, что резко контрастирует с отрицательной или близкой к нулевой доходностью бизнеса в значительном числе промышленных производств. Таким образом, кредитные ресурсы стали не-

доступными для производителей товаров. Последние были вынуждены переходить к самофинансированию оборотного капитала.

Это, в свою очередь, на некоторое время обусловило возникновение цикла: рост рисков – снижение кредитования оборотного капитала – ухудшение финансового положения компаний – рост рисков.

Новая ситуация привела к формированию ряда механизмов адаптации компаний к изменившейся макроэкономической ситуации. Этот процесс достиг своего максимума в третьем квартале, но не вполне завершен до сих пор. В целом, по имеющимся оценкам, программы экономии охватили до 90% российских компаний. В первую очередь это проявилось в сокращении инвестиционных программ (см. график 1.7), уменьшении фонда оплаты труда на предприятиях (высвобождение занятых и снижение реальной заработной платы, см. график 1.8), а также в снижении расходов на развитие, включая НИОКР и технологическую модернизацию.

График 1.7. Динамика инвестиций в основную капитал (темпы прироста к соотв. кварталу прошлого года, %)

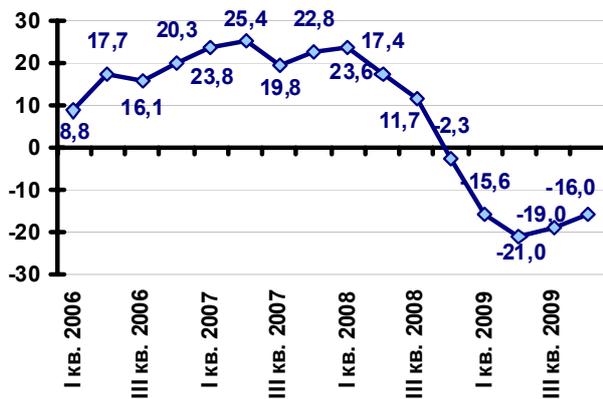


График 1.8. Динамика реальной заработной платы (темпы прироста к соотв. кварталу прошлого года, %)

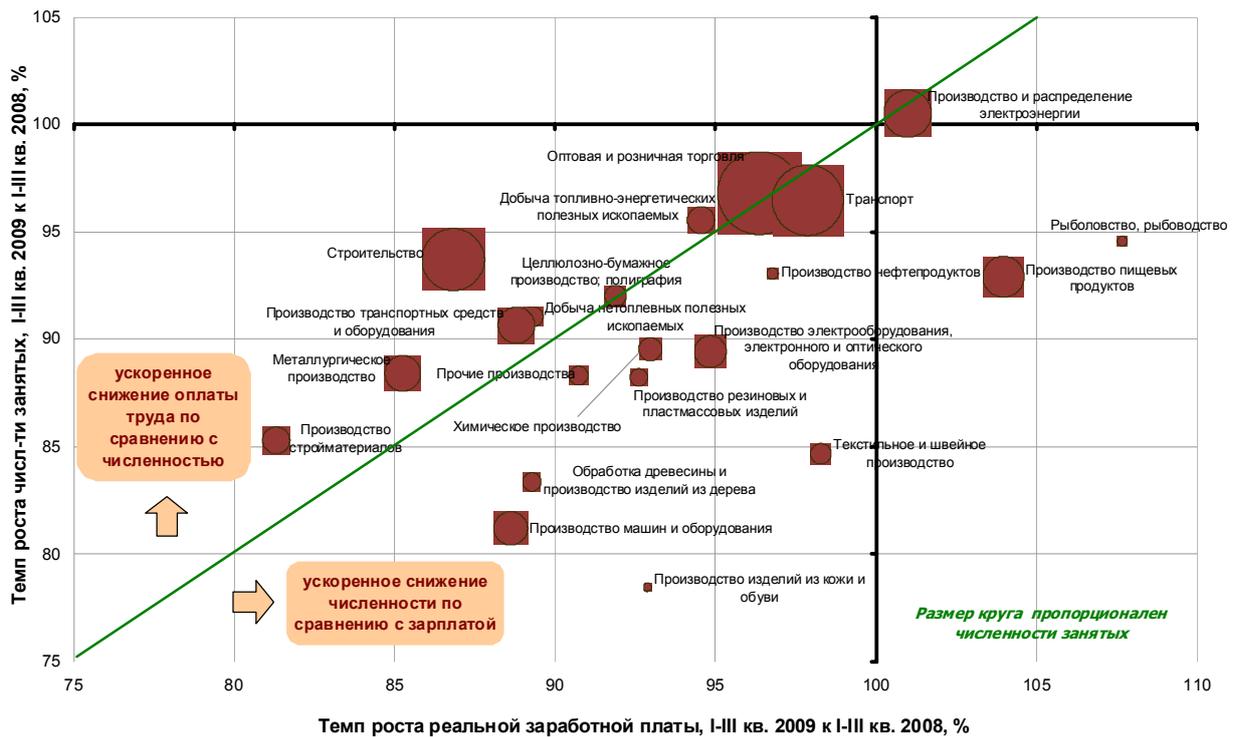


Результаты этих изменений, по меньшей мере, неоднозначны.

Начался процесс коррекции трудовых издержек компаний - сокращения реальной заработной платы (второй-третий квартал) и численности занятых. Своего максимума этот процесс достиг в третьем квартале. В целом, несмотря на противодействие властей и на федеральном, и на региональном уровнях, сокращение занятости и реальной оплаты труда шло практически в равной мере (см. график 1.9)².

² Исключение составляют лишь отрасли с высокой территориальной концентрацией производства (металлургия, производство транспортных средств), где акцент явно делался на снижении реальной заработной платы при стремлении сохранить занятость.

График 1.9. Соотношение динамики заработной платы и занятости по основным видам производств (темпы роста, %)



Таким образом, результаты адаптации компаний к условиям кризиса, по меньшей мере, неоднозначны. С одной стороны, произошло повышение финансовой сбалансированности на уровне компаний, с другой – адаптация подорвала возможности восстановления устойчивого экономического роста в среднесрочной перспективе.

В итоге нескольких (по меньшей мере, двух – в самом начале года и в четвертом квартале) волн коррекции инвестиционных программ снижение инвестиций достигло 17% к уровню 2008 г. (отметим, что дополнительным фактором, поддерживавшим инвестиции вплоть до последних месяцев 2009 г., были инвестиции в достройку начатых еще до кризиса строительных объектов; уже к концу года их «запас» иссяк – что дестимулировало инвестиционный процесс).

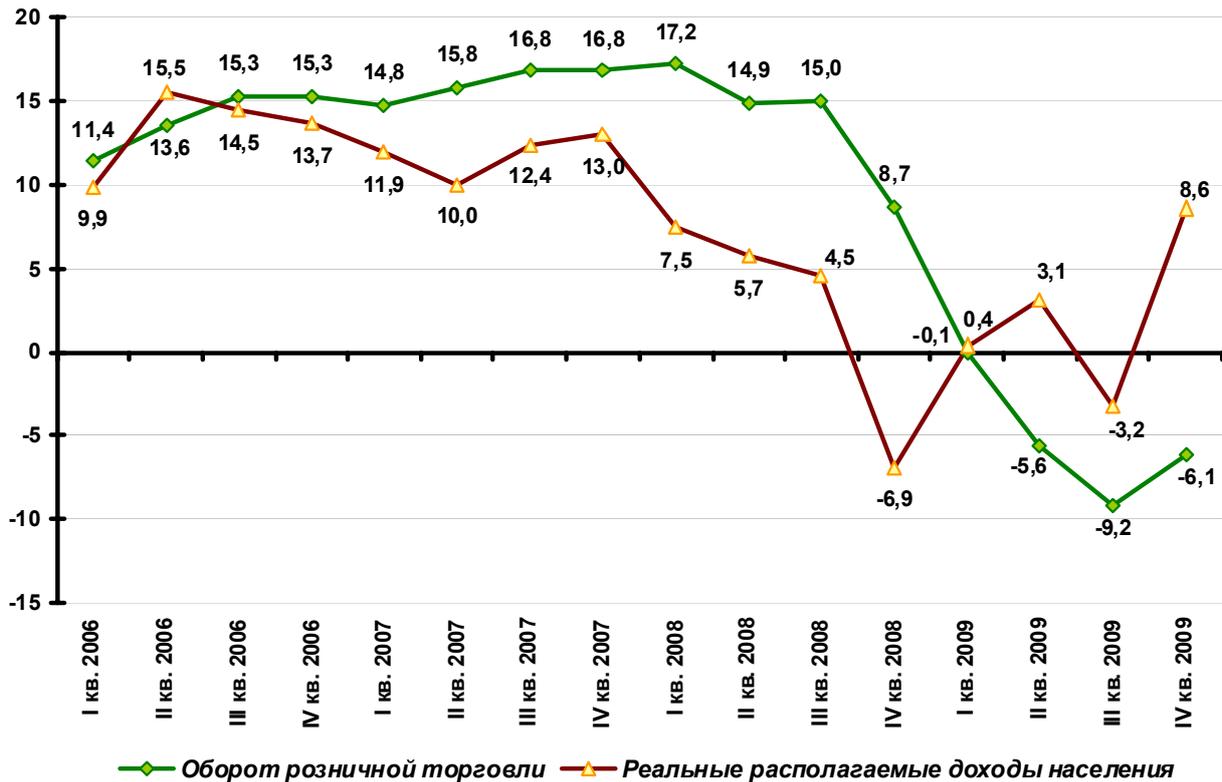
Снижение реальной заработной платы и рост безработицы, при прочих равных условиях, оказало существенное давление на реальные доходы населения. Однако значительный рост реальных пенсий (10.7% к уровню 2008 г.) и повышение зарплат в бюджетном секторе позволили не допустить падения реальных доходов населения – они увеличились на 1.9%.

В то же время стабилизация доходов населения не конвертировалась в расширение товарооборота (см. график 1.10). Оборот розничной торговли в 2009 г. снизился на 5.5%.

Причинами стали, во-первых, значительные чистые выплаты по ранее взятым потребительским и инвестиционным кредитам (в 2007-2008 гг. «бум потребительского кредитова-

ния», наоборот, разогрел спрос). Во-вторых, негативные ожидания населения, связанные с ростом безработицы, привели к ускоренному повышению сбережений (2009 г. – на 27% в номинальном выражении против 15% в 2008 г.³; отметим, что их прирост стал дополнительным фактором устойчивости системообразующих банков) – эффект «отложенной покупки» до периода стабилизации благосостояния.

График 1.10. Динамика реальных располагаемых доходов населения и оборота розничной торговли (темпы прироста к соотв. кварталу прошлого года, %)



В итоге, внутренний конечный спрос на товары (сумма инвестиций и товарооборота) упал в 2009 г. на 9.9%. Все падение сконцентрировалось в первом полугодии (второй квартал: -12% по отношению к соответствующему кварталу 2008 г.).

С другой стороны, удалось высвободить оборотные средства, обеспечив финансирование текущей деятельности предприятий и обеспечив их платежеспособность по кредитам (с учетом расширившегося во втором полугодии рефинансирования коммерческими банками ранее взятых кредитов компаний).

Это само по себе создало определенные возможности для перехода к восстановительному росту производства во втором полугодии, хотя это оживление было неустойчивым из-

³ С учетом переоценки валютных вкладов; на самом деле прирост сбережений в 2008 г. был меньше, а контраст – разительней.

за неустойчивости расширения внутреннего конечного спроса. Возможность стала реальностью благодаря двум факторам.

Во-первых, улучшилась внешнеэкономическая конъюнктура (выросли мировые цены на нефть с 40-50 долл. за барр. в начале года до 70-80 долл. в конце плюс расширился на мировых рынках спрос на сырье). Во-вторых, повысилась оплата труда в государственном секторе и увеличились пенсии.

В свою очередь, стабилизация курса и весьма умеренные темпы прироста денежной массы позволили ограничить уровень инфляции. Во втором полугодии она составляла всего 0.2% в месяц, причем с августа по середину ноября роста потребительских цен не было вовсе.

1.5. Нерешенные проблемы: повестка на 2010 г.

Ключевой вопрос состоит в том, начнется ли воспроизводящийся рост, то есть сформируется ли – причем уже в начале года – самоподдерживающийся цикл «рост производства – повышение доходов – рост спроса – рост производства». С этим, однако, есть существенные проблемы.

1. Пока отсутствует устойчивость в расширении внутреннего спроса. Так, в четвертом квартале среднемесячный прирост инвестиций в основной капитал составил всего 0.2% против 0.7% в третьем квартале (сезонность устранена). Восстановительный рост потребления населения в конце года определялся, в значительной мере, резким скачком в декабре; без учета этого скачка в четвертом квартале можно говорить лишь о стабилизации, а по итогам года – о существенном спаде товарооборота.

При этом восстановился интенсивный рост импорта – как потребительского, так и инвестиционного – что может стать дополнительным фактором, сдерживающим восстановительный рост.

2. Существенную роль в «сдерживании российской экономики с мели» сыграли уникальные факторы, действие которых ограничивается 2009 г., максимум 2010 г. К ним относятся:

- повышение заработной платы в государственном секторе и, особенно, индексация пенсий (в крупных масштабах заканчивается в 2010 г.);
- «денежная накачка» рынков развитых стран, приведшая к ускоренному и не имеющему обоснования в виде расширения спроса росту цен на нефть и другие сырьевые товары; активное формирование Государственным бюро резервов Китая товарных запасов (в первую очередь, металлов);
- антикризисные стимулирующие меры в России; рост государственного спроса, в первую очередь - гособоронзаказа (примечательно, что на фоне общего экономического

кризиса объем продукции в ОПК, по данным главы Минпромторга России В. Христенко⁴, увеличился более чем на 10%);

- восстановление уровня запасов в российской экономике. Нормализация уровня запасов у компаний (после их резкого провала в конце 2008 – начале 2009 г.), с середины года стала важнейшим фактором восстановительного роста. Трудно, однако, представить себе, что работа «на склад» и в дальнейшем сможет быть мотивом активизации производства для российских компаний.

3. Экономический рост в 2009 г. является крайне несбалансированным и «однобоким» с точки зрения отраслевой структуры. С уверенностью пока можно говорить только о «запуске» экспорто-сырьевых отраслей (ТЭК и металлургии), приблизившихся к предкризисным масштабам экспорта продукции.

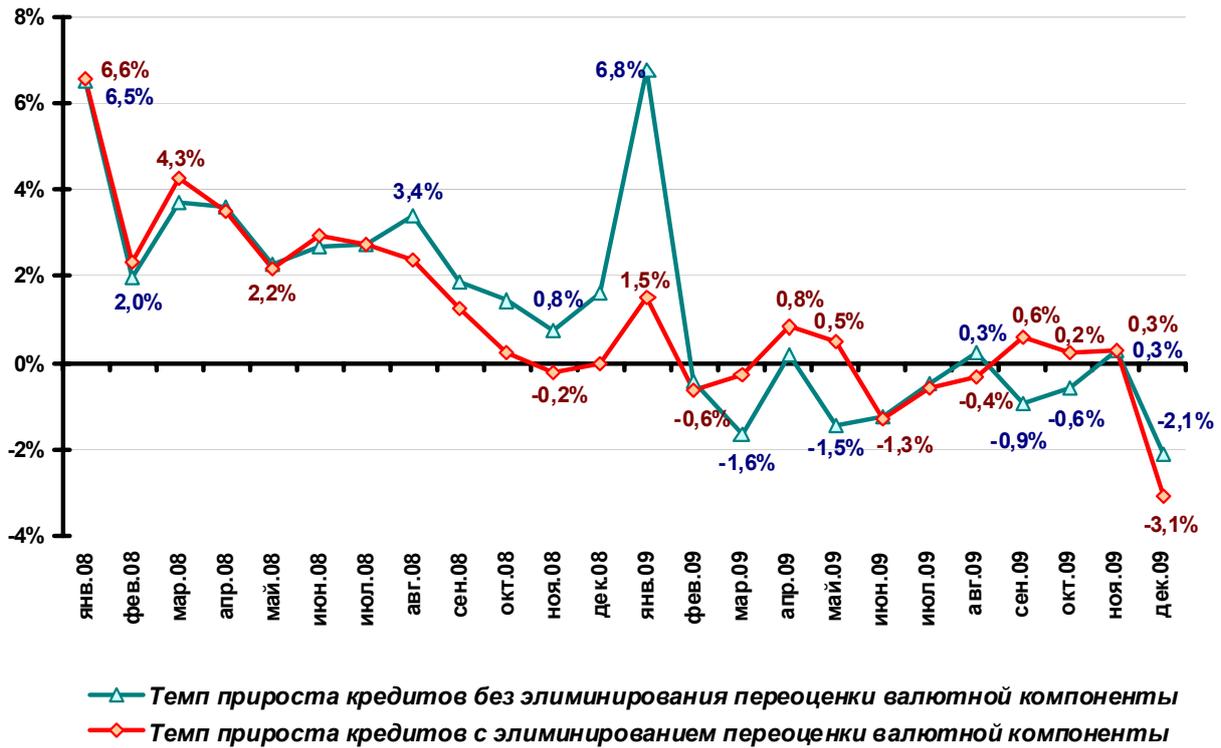
В то же время, нестабильность спроса пока не позволяет говорить однозначно о переходе к устойчивому росту в других отраслях, особенно в производстве непродовольственных потребительских товаров. В итоге, в промышленности в целом конец прошлого и начало нынешнего года может быть охарактеризовано скорее как период стабилизации.

4. Пока не восстановилось кредитование предприятий. Этому препятствует и сжатие ресурсной базы банков, и высокий уровень кредитных рисков. В итоге, весь прошлый год, и второе полугодие в том числе, не стали исключением – динамика кредитования топталась около нулевой отметки (см. график 1.11).

Это, в свою очередь, препятствует выходу компаний из режима самофинансирования оборотного капитала и, при прочих равных условиях, способствует продолжению сокращения занятости и (или) реальной заработной платы – с очевидными негативными последствиями для потребительского спроса и экономической динамики.

⁴ ИА «Интерфакс», 15.02.10.

График 1.11. Динамика кредитования компаний реального сектора коммерческими банками (темпы прироста к предыдущему месяцу, %)



5. Стратегически, устойчивое развитие российской экономики может быть обеспечено лишь при реализации, как минимум, трех взаимосвязанных условий: а) её диверсификации, б) интенсификации инвестиционного обновления производства и в) повышения конкурентоспособности и технического уровня продукции. Но именно по этим направлениям наблюдается определенный откат: обрабатывающие производства, в отличие от сырьевых, до сих пор не восстановили ни уровень доходности, ни докризисные объёмы производства, инвестиции в ходе кризиса просели в наибольшей степени, а расходы на развитие (включая НИОКР и технологическое перевооружение), судя по опросам предприятий, оказались в числе наиболее сокращаемых в условиях их адаптации к кризису.

2. На волне кризиса: анализ ключевых тем 2009 года

2.1. Мировая экономика в 2009-2010 г.: выходя из кризиса

2009 г.: стабилизация достигнута, что дальше?

Общая характеристика ситуации

Основной фактор первоначального финансового кризиса – падение цен на недвижимость в США – сегодня практически прекратил своё действие. Действия центробанков и госпомощь финансовым системам позволили уже во втором квартале 2009 г. преодолеть основные кризисные проблемы осени 2008 г.

После сжатия мировой финансовой системы в начале 2009 г. фондовые, денежные и долговые рынки находились практически в замороженном состоянии. Вместе с тем, хотя экономики развитых стран уже отреагировали на финансовый кризис 2007 г. рецессией, для большинства развивающихся экономик на начало 2009 г. подобные проблемы только начинались.

С середины года макроэкономические последствия финансового кризиса развиваются в рамках модели циклического кризиса мировой экономики – типичного, несмотря на свой масштаб. Переход к этой модели развертывания кризиса от «уникальной⁵» – с парализованной мировой финансовой системой – делает возможным окончание макроэкономического кризиса уже в 2010 г.

К концу года спад прекратился в большинстве стран мира, но ни быстрого восстановления, ни даже достаточных предпосылок для него пока не наблюдается.

Рост госрасходов и разморозка финансовой системы⁶ остановили «свободное падение» производства, но спад ВВП и производства в 2009 г., тем не менее, были существенными. Спад мирового ВВП на 0.8% за год, по оценке МВФ, соответствовал спаду на 3.2% в развитых странах и на 7.5% в странах СНГ (см. график 2.1.1). Низкие темпы спада были получены в первую очередь благодаря росту развивающихся экономик⁷ Китая (+8.7%) и Индии (+5.6%).

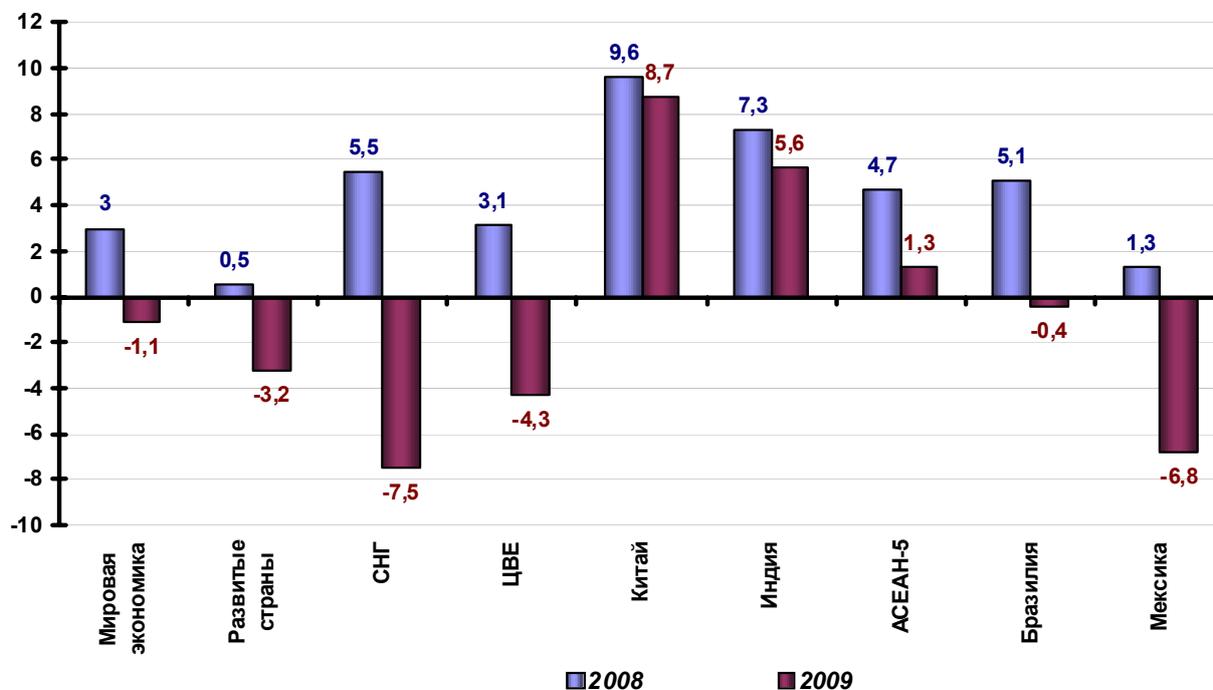
⁵ Несмотря на то, что каждый кризис является уникальным по своим природе и развитию, значительная их часть всё же развивается с использованием механизмов модели делового цикла. «Уникальность» текущего кризиса сформировал так называемый «фактор производных ипотечных инструментов», который оказывал ключевое влияние на динамику мировой экономики в период с середины 2007 до середины 2009 гг. Наличие на балансах крупнейших финансовых институтов мира активов, справедливая стоимость которых не подлежала рыночной оценке из-за неопределённости в цене на недвижимость в США, ограничивало кредитование реального сектора сильнее, чем в период циклического макроэкономического кризиса. Сокращение влияния этого фактора в середине 2009 г. значительно снизило неопределённость для банков, сделав возможным расширение кредитного портфеля.

⁶ Специфика текущего кризиса – необычная антикризисная политика государств в финансовой системе: банковские национализации небывалого масштаба, значительные объёмы госгарантий, организация слияний и поглощений международных финансовых институтов.

⁷ В ходе кризиса развивающиеся страны (в первую очередь Китай и Индия) полноценно заявили о себе как о субъекте глобального экономического роста. Ранее, несмотря на высокие темпы роста, экономики развивающихся стран не позиционировались как определяющий фактор динамики мировой экономики.

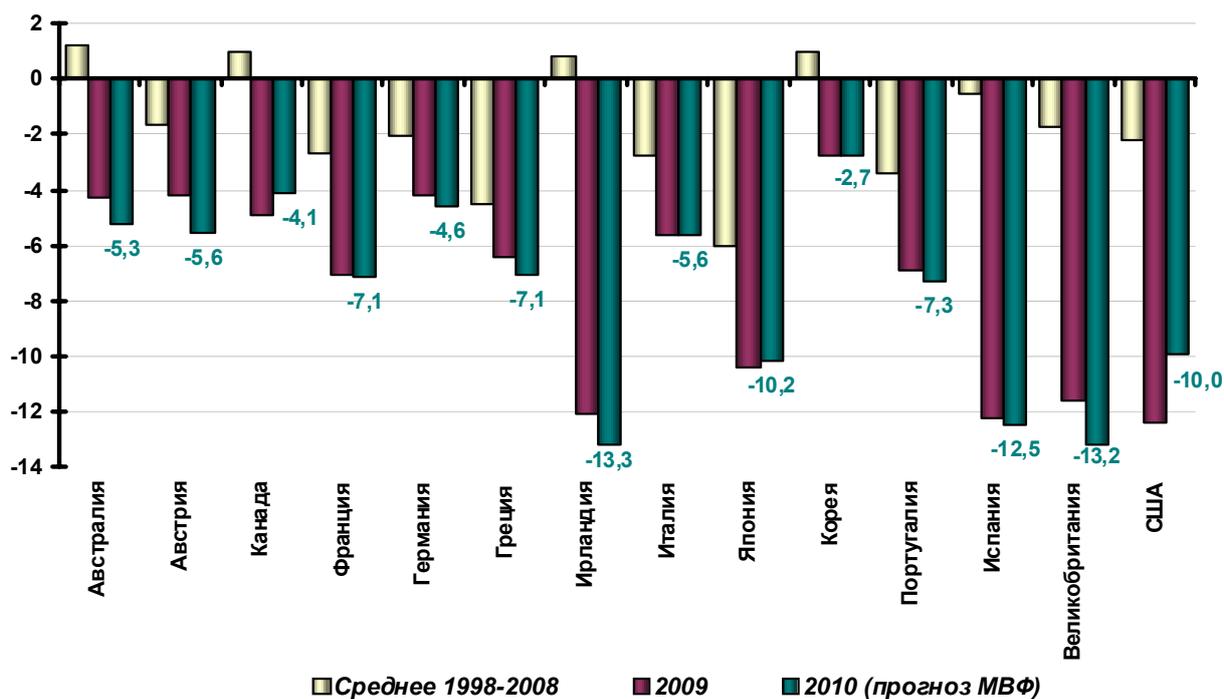
Меры бюджетного стимулирования замедлили спад мирового ВВП, но в результате рост суверенных дефицитов стал рекордным за десятилетие (см. график 2.1.2).

График 2.1.1. Динамика ВВП по итогам 2009 г. для стран с различным уровнем экономического развития (темпы прироста, %)



Источник: IMF IFS, Economic report of the US President.

График 2.1.2. Бюджетный дефицит отдельных стран, % ВВП



Важнейшие тенденции

В течение 2009 г. состояние мировой экономики и финансовой системы определялось следующими тенденциями.

1. Состояние мировой экономики:

- Масштабное госстимулирование экономики и, как следствие, рост объемов госдолга
- Сокращение объемов внешней торговли (по оценкам МВФ и ВТО, на 12% за год)
- Остановка рецессии в развитых странах (четвертый квартал)
- Восстановление цен на топливо и сырье (началось во втором квартале);

Масштабный спад в производстве – основная тенденция года. Несмотря на то, что некоторым странам удалось путем бюджетного стимулирования этот спад предотвратить, в целом в мире совокупный спрос сокращался в течение большей части года. К четвертому кварталу производство, судя по всему, прошло нижнюю точку, однако быстрого восстановительного роста в 2009 г. не последовало.

Диаграмма 2.1.1. Динамика промышленного производства ряда экономик мира, темп прироста к предыдущему месяцу с устранением сезонности

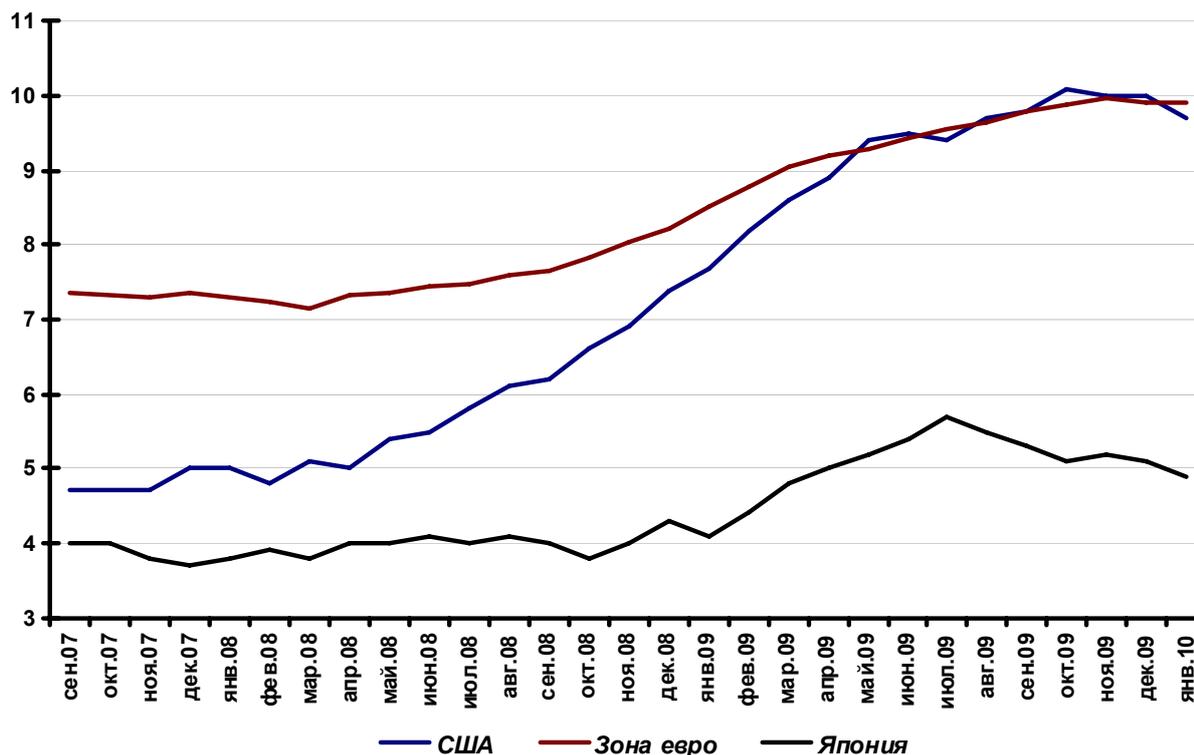
	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя
Бразилия	крас	зел	крас	крас	крас	зел	зел	жел	жел	жел	зел	зел	крас	крас	зел	крас
Великобритания	крас	жел	крас	крас	крас	крас	крас	крас	жел	крас						
Венгрия	жел	крас	крас	крас	крас	зел	крас	зел	крас	зел	зел	крас	крас	крас	крас	крас
Германия	зел	крас	крас	крас	крас	крас	крас	жел	крас	зел	жел	крас	зел	зел	крас	крас
Греция	крас	крас	крас	крас	крас	крас	зел	крас	крас	крас	крас	зел	крас	крас	крас	крас
Зона евро	крас	жел	крас	крас	крас	крас	крас	крас								
Испания	крас	зел	крас													
Италия	крас	жел	крас	крас	крас	зел	крас	крас	крас							
Канада	крас	жел	крас													
Корея	крас	жел	крас	крас	крас	зел	зел	зел	крас							
Мексика	крас	крас	жел	крас												
Польша	крас	зел	крас	крас	зел	крас	крас	жел	крас							
Португалия	крас															
Развитые экономики	крас	зел	крас													
США	крас	крас	жел	крас												
Франция	крас															
Япония	крас	жел	крас													

Красный – спад, желтый – рост до 1.5%, зелёный – рост более 1.5%

Источник: Росстат, Eurostat, ФРС, IMF IFS.

Спад производства заставил компании сокращать издержки – и 2009 г. стал годом массовых увольнений как в развитых, так и в развивающихся странах. Смягчение последствий от масштабного роста безработицы (см. график 2.1.3) стало одним из основных направлений антикризисной политики государства после стабилизации финансовой системы.

График 2.1.3. Уровень безработицы в отдельных странах в период кризиса, %.



Источник: BLS, Eurostat, Statistics Bureau of Japan

2. Глобальная финансовая система

- Накачка ликвидностью на глобальном и большинстве локальных рынков (исчезла к концу года);
- Вторичный рост объема проблемных активов банковских систем – теперь за счет просроченной задолженности (см. табл. 2.1.1).

Таблица 2.1.1. Оценка объема плохих долгов финансовых систем развитых стран в 2007-2010 гг., млрд. долл.

	США	Развитые страны АТЭР	Великобритания	Зона евро (октябрь 2009)
Списания всего	1025	166	604	810
- проведенные списания	600	30	250	540
- будущие списания	425	136	354	270

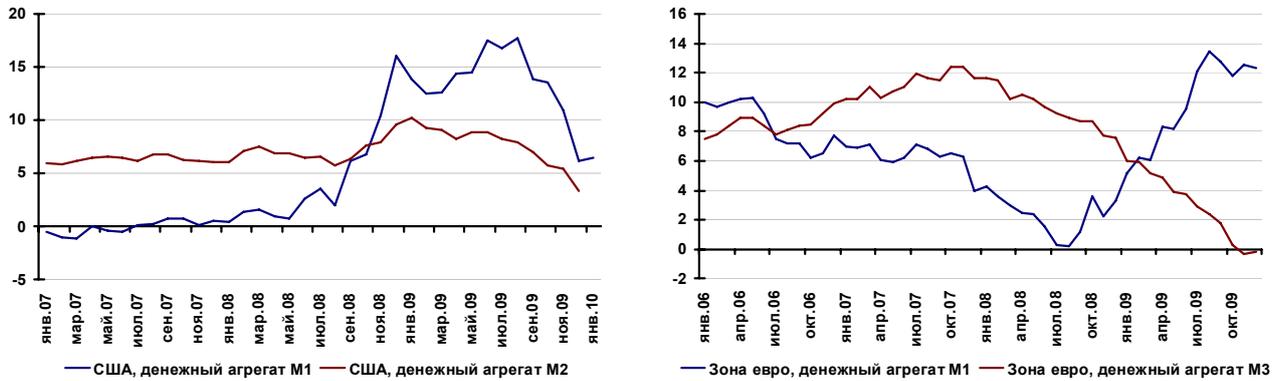
Источник: МВФ, ЕЦБ.

Заморозка рынка межбанковских кредитов в развитых странах, угрожавшая стабильности мировой финансовой системы, была прекращена путем монетарной накачки в начале года (см. график 2.1.4). Избыточная ликвидность позволила избежать проблем с балансами банковских систем развитых стран и в течение всего года, несмотря на устойчивое нарастание проблемной задолженности.

Однако в первой половине года полученная банками ликвидность не выходила за пределы межбанковского рынка и рынка облигаций. Возможность привлечения средств на дол-

говых и капитальных рынках в первой половине года была ограничена крупнейшими мировыми заемщиками из развитых стран. После разморозки финансовых рынков в середине 2009 г. падение кредитной активности прекратилось, однако до её роста ещё далеко.

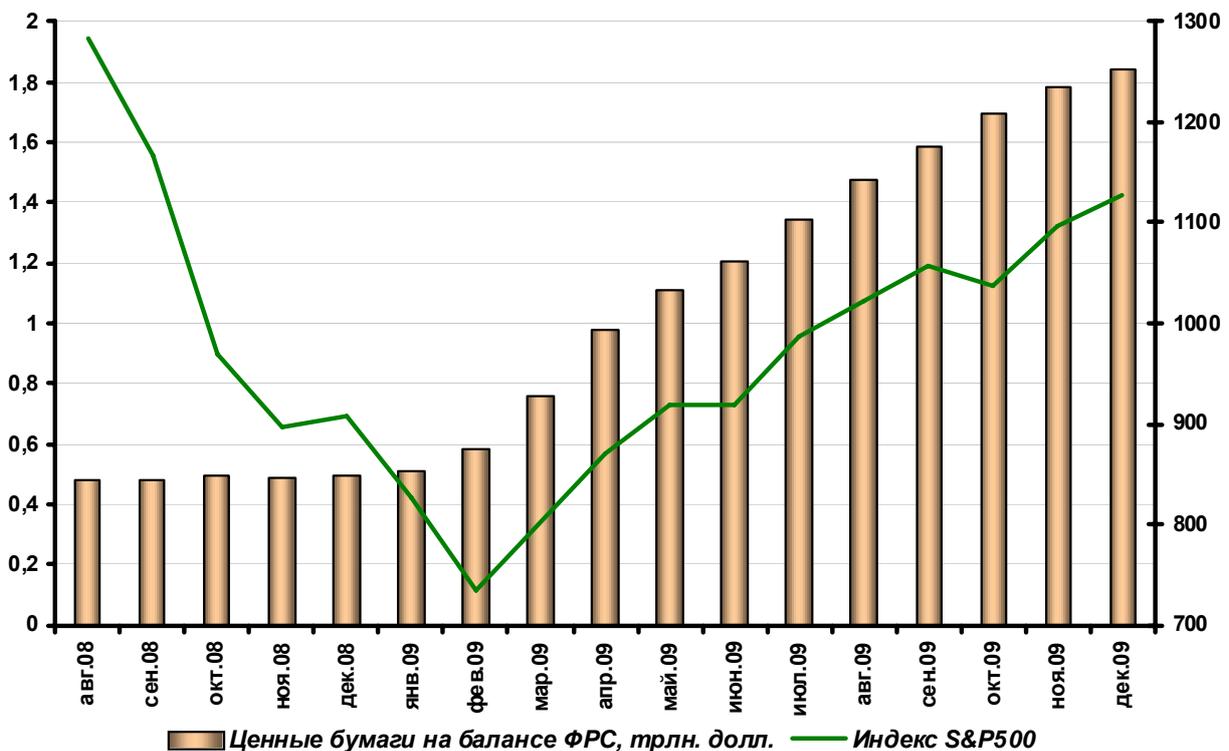
График 2.1.4. Денежная масса, агрегаты М1 и М3 в США и зоне евро, прирост к соответствующему периоду предшествующего года (%)



Источник: ФРС, ЕЦБ.

Вместе с тем почти сразу выросли индексы финансовых рынков – в первую очередь фондовые (см. график 2.1.5) и сырьевые: появление избыточной ликвидности вызвало образование пузыря на рынке активов. Такая ситуация сохранялась весь год и, по-видимому, продолжится под действием избыточной ликвидности.

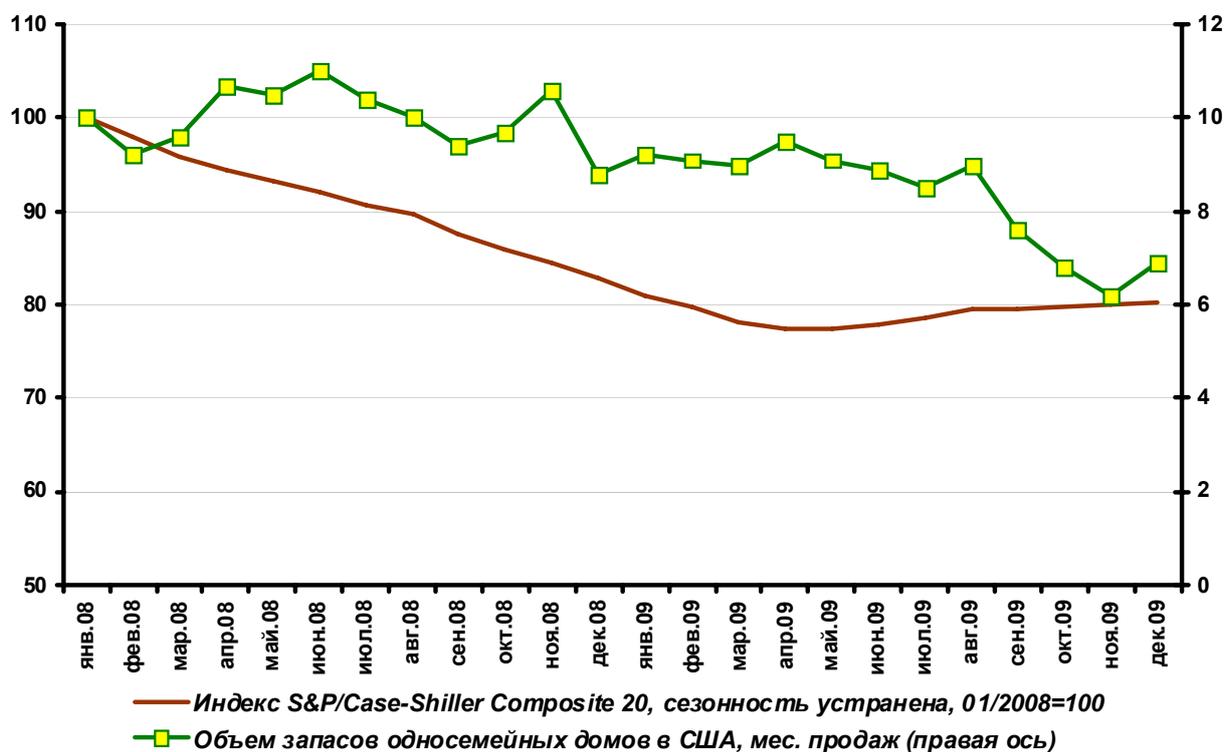
График 2.1.5. Ценные бумаги на балансе ФРС и индекс S&P500



Ключевым побочным эффектом монетарной накачки стала стабилизация цен на недвижимость в США (см. график 2.1.6).

Недвижимость является залогом для подавляющего объема кредитов и займов, и снижение цен на нее значительно затрудняло оценку объемов списаний банковских активов как в США, так и по всему миру. Постоянные цены на недвижимость являются необходимой предпосылкой для снижения кредитных рисков для банковских систем в период кризиса и последующего восстановления кредитной активности.

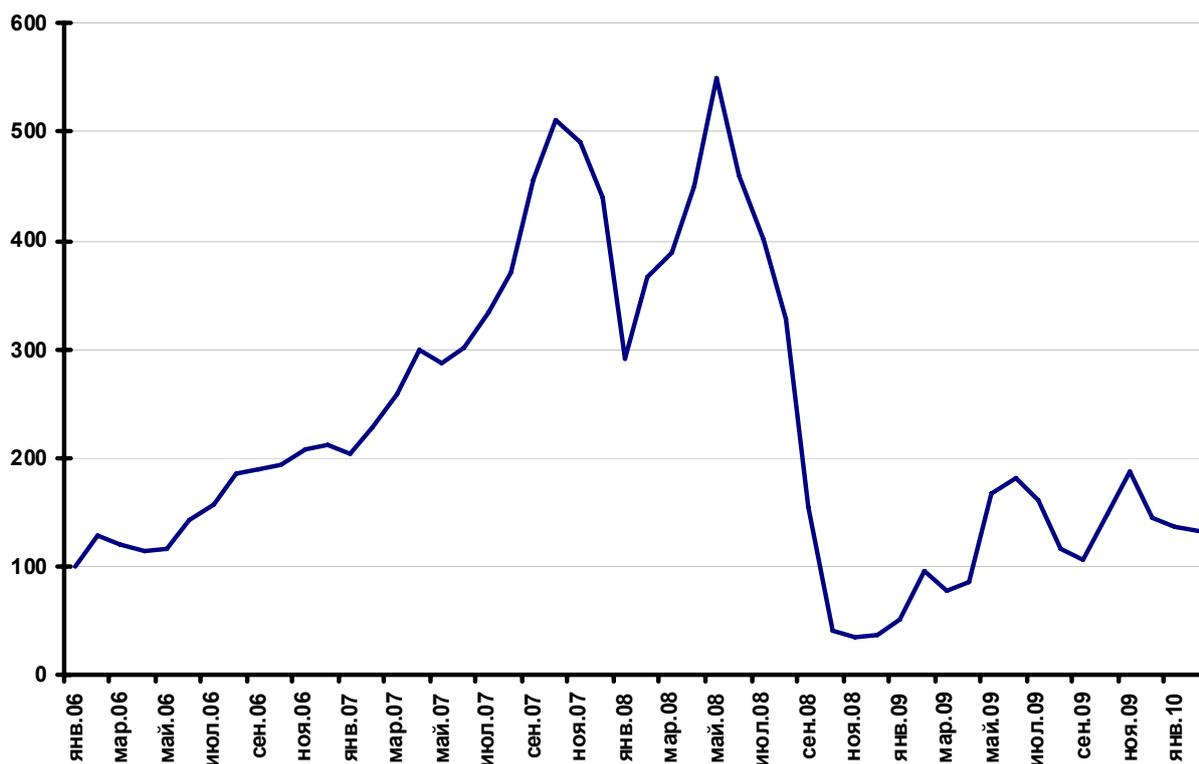
График 2.1.6. Цены на городскую недвижимость и запасы недвижимости вторичного рынка



Взаимное влияние описанных выше тенденций образовало несколько устойчивых зависимостей, в 2009 г. определявших динамику экономик целого ряда стран.

- Зависимость «восстановление финансовых рынков – восстановление сырьевых рынков – восстановление устойчивости бюджета и платежного баланса стран-экспортеров сырья». В целом восстановление сырьевых цен до уровней 2007 г. было отыграно в 2009 г., в том числе для России, Казахстана, стран Ближнего Востока, Австралии, Чили и Аргентины. Важно отметить, что за восстановлением цен редко следовало увеличение объемов поставок, что отражает вялая динамика индекса стоимости перевозок Baltic Dry (см. график 2.1.7). Это создает в 2010 г. вероятность снижения цен, не обеспеченных докризисным объемом поставок.

График 2.1.7. Индекс тарифов на морские перевозки Baltic Dry, 01/2006=100



- Зависимость «сокращение кредитования – падение заказов – спад производства – рост безработицы – сжатие потребительского спроса».

Этот сюжет остается актуальным в США по крайней мере до середины, а в странах зоны евро и Японии – и до конца года. Некоторые страны сумели значительно компенсировать ростом госрасходов выпадающие доходы от экспорта (Китай) и частных инвестиций (США).

- Зависимость «спад производства – ухудшение финансового положения предприятий – неплатежи по кредитам – рост плохих долгов – торможение кредитования».

Этот среднесрочный сюжет остается актуальным для всех, кроме Китая, крупных экономик. В Китае зависимость выглядит иначе: «спад внешнего спроса – наращивание госрасходов – наращивание кредитов – перегрев рынка недвижимости – падение кредитного качества – рост плохих активов – торможение кредитования».

Тенденции и риски на 2010 г.

Общая характеристика ситуации

В целом, развитие мировой экономики в текущем году будет происходить под влиянием проблем и диспропорций, как накопленных в ходе кризиса (проблемы «плохих долгов»), так и связанных с особенностями реализовывавшейся антикризисной политики (рост инфляции, связанный с «денежной накачкой» рынков в предшествующий период). Свои проблемы может создать реализация «стратегии выхода» из стимуляционных мер, точнее,

сопровожающее её ужесточение монетарной и фискальной политики как в развитых, так и в развивающихся странах.

Таким образом, несмотря на исчерпание кризисных явлений, восстановление глобальной экономики может оказаться весьма «пологим» и занять несколько лет.

«Разморозка» финансовой системы в 2009 г. дает основания полагать (по крайней мере, в рамках модели экономического цикла), что нижняя точка спада мирового ВВП пройдена в середине 2009 г.

Пока что сложно определить механизм (или «идею») роста после окончания макроэкономического кризиса, но преемственность по ряду внешнеэкономических связей в 2010-2011 гг. сохранится. Страны-экспортеры энергии таковыми и останутся, сохранится и «симбиоз» экономик США и Китая, основанный на твердой курсовой политике КНР. Таким образом, ожидается восстановление внешней торговли в докризисной структуре и сохранение «глобальных дисбалансов».

В 2010 г. на экономики развитых стран будут давить последствия кризисных процессов – выросшая безработица, высокая доля банкротств, пониженное кредитное качество заемщиков, в том числе суверенных. В подобных условиях быстрое восстановление развитых экономик представляется сомнительным.

Страны с развивающимися рынками по итогам 2009 г. показали весьма различную экономическую динамику. В 2010 г. ожидается движение в сторону конвергенции темпов экономического роста в этой группе стран. Экономике, испытавшие спад производства более сильный, чем в развитых странах, по всей вероятности, покажут довольно высокие темпы восстановительного роста. Напротив, экономики развивающихся стран выросшие в 2009 г. за счет бюджетного стимулирования, вероятно, не смогут существенно увеличить темпы прироста производства.

Важнейшие тенденции

Можно ожидать, что в 2010 г., на выходе из глобального экономического кризиса, возникнет несколько новых трендов.

1. Мировая экономика

- медленное расширение кредитной активности финансовых институтов из-за значительного объема накопленных «плохих долгов»;
- стабилизация рынка труда;
- стагнация потребления под давлением низких доходов (а в развитых странах – и высокой долговой нагрузки) домохозяйств;
- стагнация внешней торговли;

- замедление роста развивающихся стран под действием более жесткой фискальной и монетарной политики;
- рост инфляции в развитых странах;
- невысокая прибыль корпораций после 3-5 кварталов убытков подряд (7-9 кварталов для развитых стран) дестимулирует инвестиционные решения нефинансовых компаний.

При этом, несмотря на большое количество негативных факторов, можно ожидать, что мировая экономика продолжит выходить из экономического кризиса. Восстановительный рост будет продолжаться весь год, вероятно, ускорившись к его концу. В отсутствие сильных шоков в 2010 г. ожидается рост мировой экономики в целом, хотя о возвращении мирового ВВП к докризисному уровню говорить преждевременно. Кризисные явления в виде роста безработицы и сокращения кредитования для экономик развитых стран, вероятно, исчезнут в первой половине года, для экономик с развивающимися рынками – возможно, чуть позже.

Домохозяйства в этом году будут значительно ограничены в потреблении существующим долговым бременем и низким уровнем доходов. Причина этого – напряженная ситуация на рынке труда, стабилизация которого займет большую часть года. К сожалению, возможности бюджетного стимулирования потребления сейчас существенно меньше, чем в 2009 г. В частности, потенциал стимулирования потребления на рынке автомобилей⁸ был в значительной степени исчерпан в прошлом году государственными программами стимулирования. Отдельные страны (США, Великобритания) также проводили стимулирование спроса на недвижимость.

В секторе нефинансовых предприятий продолжается волна банкротств. По итогам 2009 г. ожидания предприятий вышли на уровень, отражающий рост деловой активности, однако в отсутствие быстрого роста рынков продукции инвестиционная деятельность корпораций будет затруднена. В большинстве европейских стран всплеск банкротств будет более продолжительным из-за жесткого регулирования на рынке труда, значительно повысившего нагрузку на предприятия со стороны трудовых издержек. Такая нагрузка остановит рост корпоративной прибыли и приведет к затягиванию выхода из рецессии по крайней мере на квартал. Волна корпоративных банкротств должна пройти пик и значительно сократиться уже к концу года.

2. Глобальная финансовая система

- расширение спрэдов суверенного долга под давлением накопленных в 2008-2010 гг. дефицитов бюджетов;
- сохранение высокого уровня корпоративных дефолтов и банкротств.

⁸ Меры по стимулированию спроса на автомобили в 2009 г. проводили Германия, Франция, Чехия, Италия, Испания, США.

В динамику финансовых рынков важный вклад будет вносить сохранение значительного объема избыточной ликвидности, предоставленной в начале 2009 г. ключевыми центробанками. С одной стороны, она защитит проблемные финансовые институты от банкротства в условиях высокой доли необслуживаемых кредитов. С другой стороны, наращивание кредитования, которое ожидается во второй половине года, в условиях избыточной ликвидности может вызвать инфляционный шок.

Нагрузка на государственные финансы в 2009 г. вызвала значительный рост заимствований, в том числе для стран с высокой долговой нагрузкой. Бюджеты на 2010 г., если это позволяет долговая нагрузка, также содержат значительный дефицит из-за продолжения стимуляционных программ.

Риски

1. Субъекты финансового рынка убеждены – системно значимые финансовые институты в случае необходимости будут спасены государством, аналогичная поддержка будет оказана МВФ странам под риском суверенного дефолта. Поэтому масштаб финансовых шоков любой природы в 2010 г. будет намного слабее – к ним готовы и финансовые институты, и государства, и МВФ.

2. Намного хуже, чем к финансовым шокам, мировая экономика сейчас подготовлена к инфляции. Возможность попадания избыточной ликвидности с финансовых рынков в экономику при слабых ожиданиях совокупного спроса формирует *риск стагфляции* – основной для мировой экономики на 2010 г. Этот риск дополнительно увеличивается позицией центральных банков и международных финансовых организаций. Опасаясь «преждевременного выхода из стимулирования», ключевые центробанки будут поддерживать завышенный уровень ликвидности в экономике, что усилит инфляционные ожидания при сохранении макроэкономической стагнации.

3. Также в мире присутствует оптимизм в прогнозах роста развивающихся экономик – в первую очередь, азиатских. Это формирует дополнительный риск стагнации спроса на сырьевых рынках, особенно актуальный для России. Осуществляемое на развивающихся рынках ужесточение монетарной политики в условиях слабого внешнего спроса на продукцию экспорта сохраняет зависимость роста от продолжения программ бюджетного стимулирования. Приостановка или провал таких программ может стать причиной замедления роста экономики Китая – одного из крупнейших потребителей сырья – и последующего сокращения спроса на сырьевых рынках. Для такого сценария достаточно и небольшого замедления роста ВВП Китая.

2.2. Государственные финансы – 2009

Тенденции:

- Резкое сокращение доходов бюджетной системы, связанное с ухудшением внешне-экономической конъюнктуры (в первую очередь, с падением нефтяных цен), кризисным сжатием налогооблагаемой базы, а также с вступлением в силу антикризисных налоговых новаций и снижением собираемости по ряду налогов.
- Рост антикризисных расходов, направленных на поддержку банковской и финансовой системы, реального сектора и рынка труда, а также увеличение социальных расходов, при одновременном сокращении других расходных статей.
- Переход от устойчивого бюджетного профицита, позволявшего накапливать значительные нефтегазовые фонды и наращивать бюджетные расходы, к глубокому дефициту.
- Быстрое исчерпание накопленных за предыдущие годы нефтегазовых фондов, используемых как на осуществление нефтегазового трансферта, так и на погашение дефицита федерального бюджета.
- Кризис региональных бюджетов и потеря бюджетной автономии большинством субъектов РФ, что влечет за собой резкий рост потребности регионов в трансфертах за счет федерального бюджета.

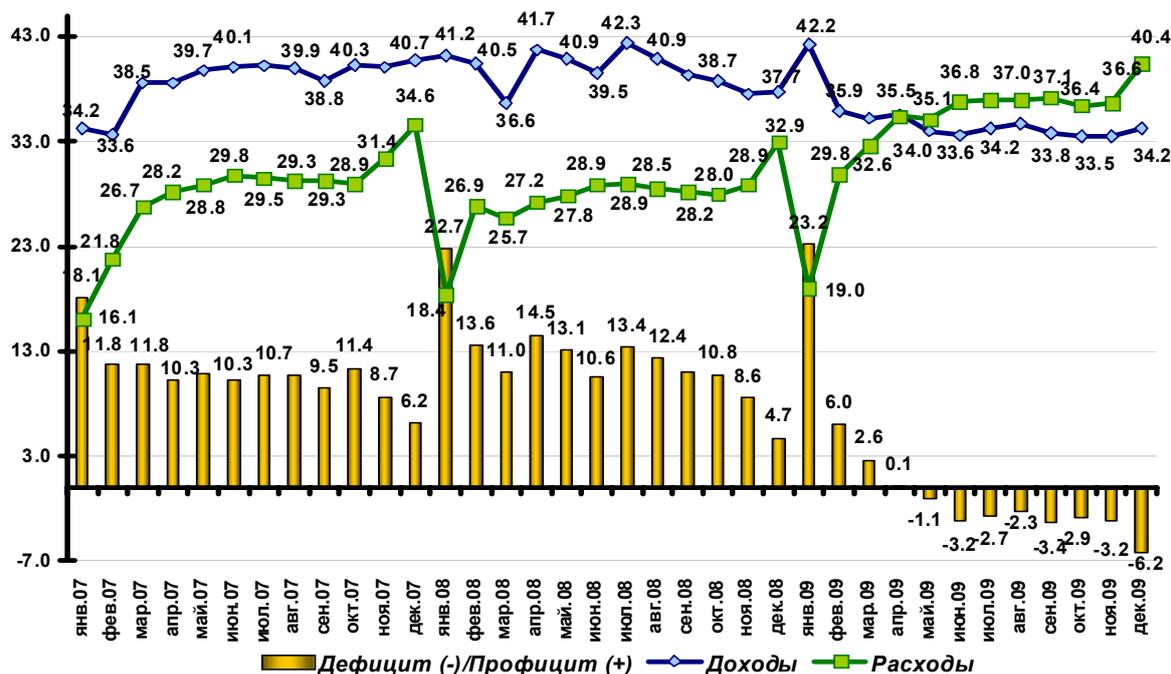
Анализ:

1. Общая характеристика ситуации в бюджетной сфере

Наиболее важной тенденцией 2009 г., определяющей не только текущую ситуацию в бюджетной сфере, но и среднесрочные и долгосрочные перспективы, можно считать переход от устойчивого профицита, наблюдавшегося все последние годы, к глубокому дефициту бюджетной системы.

Причина произошедшего перехода заключается в образовании своеобразных «ножниц» в динамике бюджетных доходов и расходов (см. график 1).

График 1. Доходы, расходы и дефицит бюджета расширенного правительства в 2008-2009 гг. (нарастающим итогом с начала года, % ВВП)



В докризисный период доходы бюджетной системы, в значительной степени определяемые нефтегазовыми поступлениями, росли с опережающим темпом по сравнению с ВВП и бюджетными расходами.

Падение мировых цен на нефть и общее ухудшение макроэкономической динамики повлекли за собой резкое сжатие доходной базы бюджетной системы. При этом из-за высокой доли в доходах бюджета нефтегазовых поступлений и налога на прибыль, база по которому резко сократилась, сжатие бюджетных доходов происходило значительно быстрее, чем падение ВВП.

Одновременно расходы бюджета, совершенно неэластичные к динамике ВВП в краткосрочной перспективе, выросли в реальном выражении, как за счет увеличения социальных расходов, так и за счет реализации дорогостоящего пакета антикризисных мер⁹.

Результатом разнонаправленной динамики доходов и расходов бюджетной системы стал своего рода «эффект ножниц», повлекший за собой возникновение серьезного дефицита бюджета.

Особенно глубоко экономический кризис затронул региональные бюджеты, полностью лишив их бюджетной автономии. Резкое сокращение поступлений налога на прибыль, являющегося основным источником дохода бюджетов субъектов РФ, при одновременном росте социальных обязательств регионов и отсутствии реальных возможностей по долговому

⁹ На реализацию антикризисных мер в 2009 г. было израсходовано 1.213 трлн. руб., в целом расходы на поддержку экономики в прошедшем году оцениваются на уровне порядка 3 трлн. руб.

финансированию дефицита, поставили региональные бюджеты в условия жесткой зависимости от трансфертов из федерального бюджета.

2. SWOT-анализ бюджетной системы

Прошедший 2009 г. стал своего рода «проверкой на прочность» для российской бюджетной системы. Приведенный ниже (табл. 1) ретроспективный и перспективный SWOT-анализ показывает как слабые, так и сильные стороны существующей российской бюджетной системы, особенно ярко проявившиеся во время экономического кризиса. В SWOT-анализе представлены реализовавшиеся в 2009 г. возможности и угрозы, обусловленные, соответственно, сильными и слабыми сторонами российской бюджетной сферы, а также проведен перспективный анализ будущих возможностей и угроз бюджетной системы России.

Таблица 1. Ретроспективный и перспективный SWOT-анализ российской бюджетной системы

Сильные стороны		Слабые стороны	
<p>Высокий уровень накопленных финансовых резервов (Резервный фонд и ФНБ);</p> <p>Низкий уровень государственного долга;</p> <p>Наличие у федерального бюджета поступлений, устойчивых к макроэкономическим шокам (НДС);</p> <p>Гибкая система бюджетного планирования, позволяющая оперативно пересматривать бюджетные расходы.</p>		<p>Крайне высокая зависимость бюджетных поступлений от внешнеэкономической конъюнктуры;</p> <p>Слабое администрирование ряда налоговых поступлений, наличие возможностей для уклонения от уплаты некоторых видов налогов;</p> <p>Высокий уровень государственных расходов в экономике, в том числе высокая доля неснижаемых социальных расходов;</p> <p>Отсутствие у региональных бюджетов устойчивой к макроэкономическим шокам доходной базы и фактической бюджетной автономии;</p> <p>Несбалансированность пенсионной системы.</p>	
Ретроспектива (по итогам 2009 г.)			
Реализовавшиеся возможности		Реализовавшиеся угрозы	
<p>Финансирование возникшего дефицита бюджетной системы за счет ранее накопленных резервов, что позволило отказаться от резкого сжатия расходов бюджета в ответ на падение доходов;</p> <p>Оперативное перераспределение расходов между различными статьями, позволившее увеличить расходы на антикризисные меры без существенного роста общей величины запланированных расходов;</p> <p>Перераспределение в условиях кризиса части доходов федерального бюджета в пользу региональных бюджетов.</p>		<p>Резкое сжатие бюджетных доходов в результате ухудшения конъюнктуры мировых цен на нефть;</p> <p>Падение собираемости по ряду налогов в условиях кризиса;</p> <p>Образование глубокого дефицита бюджетной системы в связи с падением доходов и высоким уровнем расходных обязательств;</p> <p>Высокие темпы исчерпания накопленных резервов за счет расходов на погашение бюджетного дефицита;</p> <p>Усиление зависимости региональных бюджетов от федерального центра в условиях сжатия доходной базы по ключевым региональным налогам (налог на прибыль);</p> <p>Рост межбюджетных трансфертов субъектам РФ и Пенсионному фонду, увеличивающие нагрузку на федеральный бюджет.</p>	
Перспектива			
Возможности		Угрозы	
<p>Возможность длительного финансирования дефицита бюджетной системы за счет роста государственного долга, а в краткосрочной перспективе – за счет накопленных нефтегазовых фондов;</p> <p>Быстрый возврат к профицитному бюджету в случае восстановления высоких нефтяных цен.</p>		<p>Риск долгосрочной разбалансированности бюджетной системы при сохранении неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктуры;</p> <p>Быстрое исчерпание накопленных нефтегазовых фондов;</p> <p>Риск сохранения долгосрочной глубокой зависимости региональных бюджетов от федерального центра;</p> <p>Постоянный рост трансфертов в Пенсионный фонд за счет федерального бюджета, вытесняющий конкурирующие статьи расходов, прежде всего инвестиции;</p> <p>Высокая зависимость темпов экономического роста от объема государственных расходов.</p>	

3. Перспективы развития бюджетной системы

Бюджетный дефицит, сложившийся под влиянием кризиса в 2009 г. не может сохраняться в долгосрочной перспективе, в связи с чем возникает некоторая сценарная «развилка».

В случае возобновления роста мировых цен на нефть, баланс бюджетной системы будет восстановлен, что даст время и финансовые ресурсы для диверсификации экономики, развития инфраструктуры, решения социальных проблем и снижения зависимости бюджета от поступления нефтегазовых доходов.

В случае сохранения в долгосрочной перспективе умеренной или неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, Россия оказывается в достаточно сложных условиях. В среднесрочной перспективе финансирование бюджетного дефицита возможно отчасти за счет накопленных фондов, отчасти за счет наращивания государственного долга, как внутреннего, так и внешнего. После того, как источники финансирования будут в значительной мере исчерпаны, встанет острая необходимость создания сбалансированной бюджетной системы, что может быть достигнуто путем увеличения доходной части или сокращения расходов.

Источником пополнения бюджетной системы могло бы стать повышение налоговой нагрузки на бизнес, однако данный путь будет иметь крайне негативные последствия не только для развития российского бизнеса и повышения конкурентоспособности отечественной продукции на мировых рынках, но и для привлечения в Россию прямых иностранных инвестиций. С учетом недавно принятых решений о повышении ставок страховых взносов с 2011 г., дальнейший рост налоговой нагрузки может привести к негативным экономическим последствиям.

В условиях усиливающейся глобализации мировой экономики уровень налогообложения бизнеса начинает оказывать все большее воздействие на направления инвестиционных потоков. Острая конкуренция между национальными режимами налогообложения не позволит России в условиях глобализации использовать инструменты налоговой политики, не потеряв при этом привлекательность для иностранного бизнеса.

Сокращение расходов также является крайне непростым решением в связи с высокой долей в нынешней структуре расходов неснижаемых социальных обязательств, большую часть которых составляют трансферты в Пенсионный фонд. Решением могло бы стать постепенное повышение пенсионного возраста, что позволило бы создать более сбалансированную пенсионную систему. В случае консервации пенсионной системы в ее нынешнем виде, несмотря на повышение взносов на социальное страхование, расходы на погашение дефицита Пенсионного фонда с каждым годом будут поглощать все более значительную часть расходной части бюджета, вытесняя конкурирующие направления расходования средств, в первую очередь, инвестиции в инфраструктуру.

2.3. Анализ трендов в сфере занятости и рынка труда

Кризис на рынке труда : снижение спроса на кадровые ресурсы, резкий рост безработицы

Естественным результатом экономического кризиса стало сокращение спроса на труд. Соответственно, произошел перелом сложившегося в предшествующие несколько лет тренда на повышение спроса на труд:

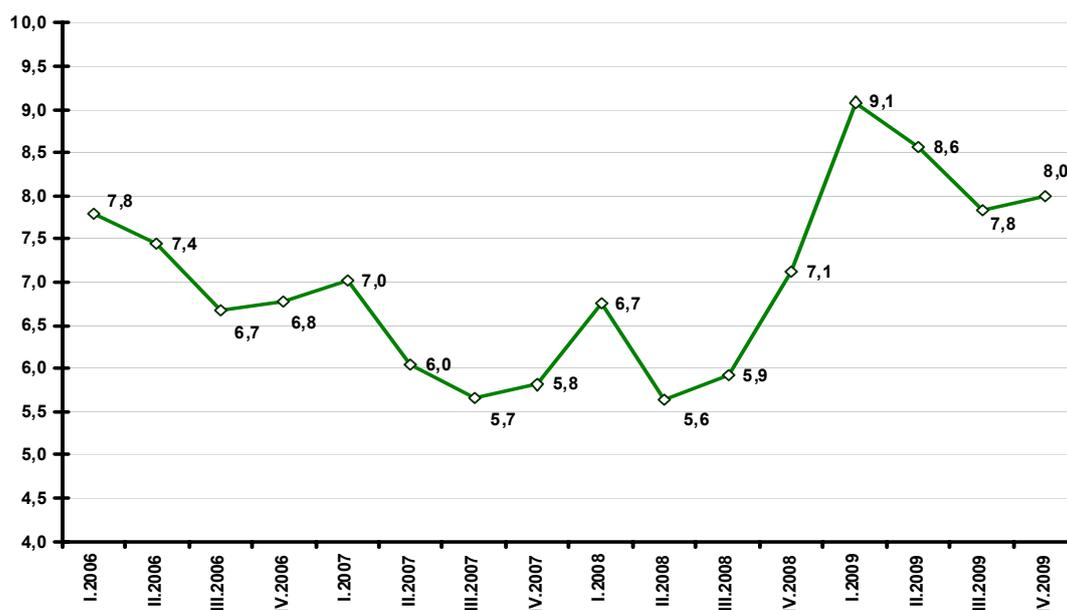
- резко возрос уровень безработицы, произошли масштабные сокращения занятых в реальном секторе;
- потеряли рабочие места занятые в малом бизнесе;
- предприятия перешли на режим функционирования при неполном рабочем времени персонала.

В то же время, анализ показывает, что в российской экономике еще сохраняется определенный потенциал высвобождения занятых – что связано с глубоким падением производительности труда (эффективности использования трудовых ресурсов).

С сентября 2008 г. по I квартал 2009 г. (пик кризиса занятости) общая численность безработных подскочила с 4.7 млн. чел. до 7.1 млн.чел. (см. график 2.3.1). К началу 2010 г. развертывание кризисных процессов на рынке труда не закончилось. По всей вероятности, даже в условиях снижения безработицы в ситуации посткризисного оживления производства, еще в течение длительного времени уровень безработицы останется высоким.

Причинами скачка безработицы, помимо очевидного сокращения спроса и, соответственно, объемов производства, стали два фактора. С одной стороны, это сжатие банковского краткосрочного кредитования компаний реального сектора, приведшего к их переходу к самофинансированию оборотного капитала и, соответственно, реализации программ сокращения издержек – в том числе, трудовых. С другой – это сохраняющиеся неопределенность будущих параметров рынков, и, в ряде случаев, негативные оценки параметров спроса и денежных потоков компаний.

**График 2.3.1. Уровень общей безработицы в России
(% к численности экономически активного населения)**



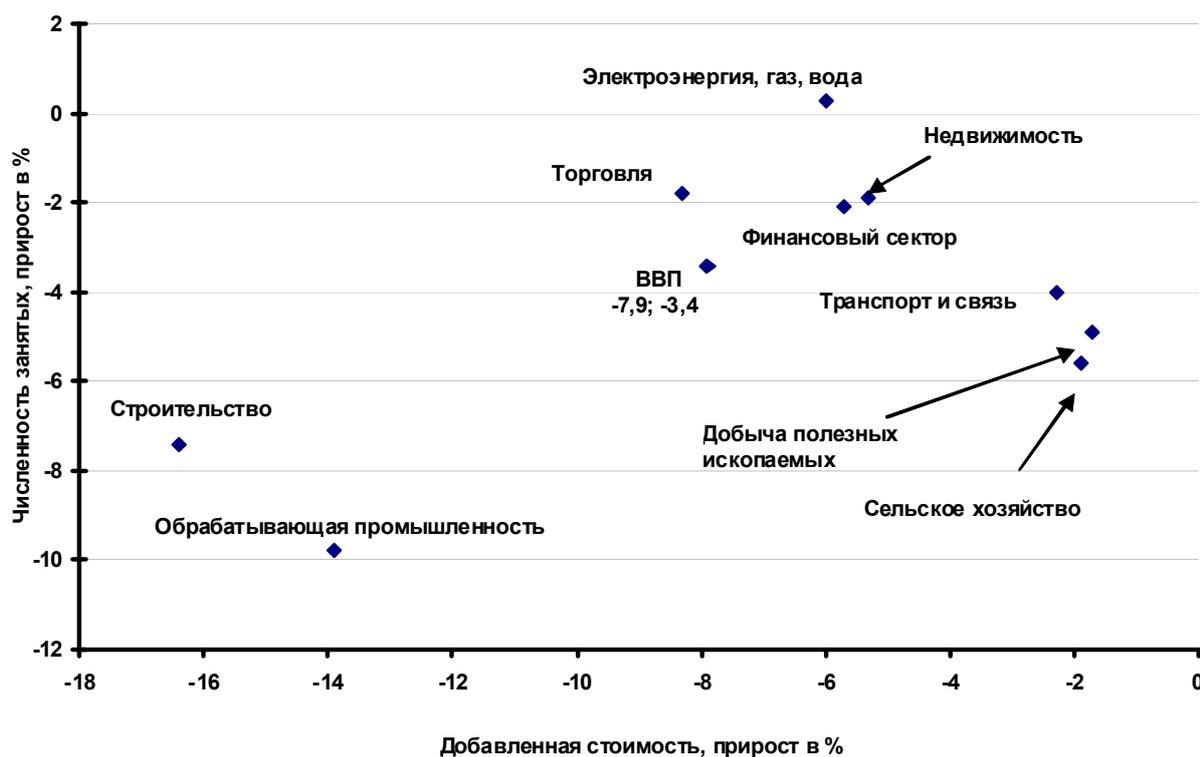
Важным индикатором, характеризующим ситуацию на рынке труда, является эффективность использования трудовых ресурсов – уровень производительности труда.

Всего в России по итогам 2009 г. производительность труда сократилась на 4-5% (см. график 2.3.2). Для строительства, торговли, производства и распределения электроэнергии, газа и воды спад производительности труда оценивается в 6-9%. По ряду видов экономической деятельности - в добыче сырья, сельском хозяйстве, на транспорте и в связи - удалось сохранить динамику производительности труда на положительном уровне, в пределах +2-3%.¹⁰

Существенное снижение производительности труда в прошлом году является, разумеется, ненормальным явлением и означает, что уже в ближайшее время она скорее всего вновь станет повышаться – либо за счет перехода к достаточно интенсивному экономическому росту, либо за счет нового сокращения занятых.

¹⁰ Динамика производительности труда оценена относительно динамики добавленной стоимости и занятости работников списочного состава

График 2.32. Динамика производительности труда по различным видам экономической деятельности в 2009 г. (рыночный сектор)



Компании и занятость: выбор модели поведения

Можно выделить три модели поведения компаний реального сектора в отношении занятых в прошедшем кризисном году.

«Краткосрочная эффективность»

Цель: обеспечение стабилизации финансового положения компаний в условиях вынужденного перехода к самофинансированию оборотного капитала.

Механизм: снижение трудовых издержек через высвобождение занятых вплоть до уровня, соответствующего новому масштабу рынка и / или обеспечивающего рентабельность производства.

Наиболее массовый вариант, широко применявшийся компаниями (существенным ограничителем, правда, стала позиция субъектов Российской Федерации, стремившихся сдерживать рост безработицы на своей территории).

«Долгосрочная эффективность»

Цель: обеспечение условий для долгосрочной конкурентоспособности компаний в условиях посткризисного восстановления рынков.

Механизм: сохранение кадрового ядра компании через ограничение увольнения занятых (прежде всего, высококвалифицированного персонала) с ограничением (замораживанием) роста заработной платы и / или перехода к режиму неполной занятости (неполная рабочая неделя, сокращенный рабочий день). Применение практики дауншифтинга – перевода персонала на более низкостатусные и низкооплачиваемые рабочие места при сохранении перспективы служебного роста в дальнейшем.

Подобная практика применялась компаниями, ожидающими достаточно быстрого окончания экономического кризиса и перехода к восстановительному росту. Для периода роста гарантировался доступ к достаточно квалифицированному и имеющему необходимые на данном рабочем месте компетенции персоналу. В перспективный период обеспечивается экономия на переподготовке кадров, поиске работников с дефицитными специальностями и др.

Кроме того, эта стратегия использовалась компаниями, имеющими высокие обязательства перед субъектами Российской Федерации по поддержанию социальной стабильности в регионах (компаниями, работающими в моногородах и др.; это явно проявилось, например, в относительно малых масштабах увольнений в металлургии).

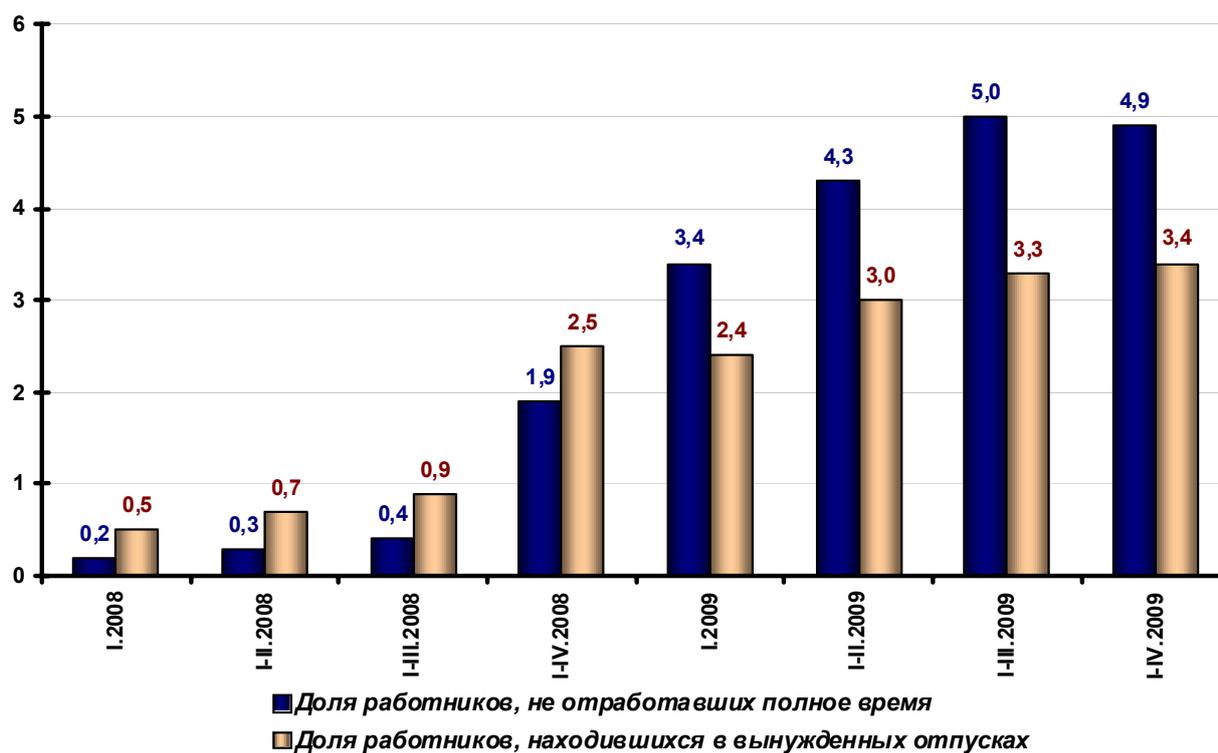
«Парадоксальная»:

Цель: наращивание кадрового потенциала в условиях благоприятной конъюнктуры на рынке труда.

Механизм: активный набор на рынке занятых (прежде всего, квалифицированных специалистов), со снижением уровня оплаты труда относительно предыдущего места работы.

Использовалась компаниями «антикризисных» отраслей, слабо пострадавших в условиях кризиса или даже улучшивших финансовое положение, а также раньше других начавших посткризисный рост, в частности, в энергетике, части сферы услуг, металлургии (со второго полугодия). Так, в металлургии (где реализовывался масштабный пакет мер государственной поддержки плюс, начиная с середины года, активизировался спрос и возросли цены на мировом рынке), а также в банковской деятельности уже во втором полугодии 2009 г. наметилось расширение спроса на труд (по крайней мере, квалифицированный).

График 2.3.3. Доля работников, отработавших неполное рабочее время и находившихся в вынужденных отпусках (скрытая безработица) *



* отработали неполное рабочее время, находились в административных отпусках или простое по вине менеджмента, по крупным и средним предприятиям, в % к списочной численности работников ,

Государственная политика поддержки занятости

Учитывая структуру и масштабы сокращения занятости и сохраняющийся потенциал безработицы без серьезных мер государственной поддержки ситуация на рынке труда и социальная обстановка в ряде регионов могли стать крайне напряженными.

В России в период кризиса и по настоящий период используется имеющийся международный опыт поддержки занятости.

В период разворачивания кризиса был принят ряд мер государственной политики, направленной на смягчение положения лиц, потерявших место работы. В ранней фазе кризиса (конец 2008 г.) произошло повышение минимального и максимального размера назначаемых пособий зарегистрированным безработным. Минимальное пособие выросло с 784 до 850 руб в месяц, максимальное - с 3124 до 4900 руб. в месяц, выплата пособий по безработице проходила без образования задолженностей.

Была разработана и реализована программа мер поддержки занятых в рыночном секторе за счет средств бюджета. При этом активно реализовывались меры поддержки рынка труда, направленные на стабилизацию социального положения в кризисных регионах.

За счет выделенных государственных средств (софинансирование: 95% - федеральные, 5% - региональные) в объеме около 36 млрд. руб. в течение года реализовывались следующие направления политики занятости:

- проводилось переобучение работников новым востребованным специальностям. Профессиональное переобучение прошли около 200 тыс. человек, причем в некоторых регионах все 100% переобучившихся нашли работу. В среднем по России показатель нашедших работу после переобучения составил 90%;
- участие в общественных работах или временная занятость (включая стажировки) в случае угрозы увольнений. Такими мерами было охвачено 2.4 млн человек;
- предоставлялись финансовые ресурсы для открытия собственного малого бизнеса;
- обеспечивалось перемещение не имеющих работы граждан к имеющемуся вакантному рабочему месту в другом регионе.

Всего в программах поддержки занятости были задействованы 2.8 млн. человек. В результате реализации этих программ сохранено 2.3 млн. рабочих мест.

Программы поддержки уровня занятости разработаны и на 2010 г., началась их реализация. Они несколько модифицированы, дополнительно предусмотрена поддержка трудоустройства людей с ограниченными возможностями, усилены меры по стимулированию предпринимателей-собственников, нанимающих лиц, находящихся под угрозой увольнения.

Размеры минимального и максимального пособий по безработице сохранены на уровне 2009 г.

Для финансирования региональных программ в 2010 г. предусмотрено, как и в 2009 г., около 36 млрд. руб. средств федерального бюджета.

3. Анализ экономической ситуации в отраслях промышленности

Основные итоги развития промышленности в 2009 году

Значительное снижение объемов производства: -10,8% в целом по промышленности и -16,5% – по обрабатывающим производствам (здесь и далее темпы прироста – к 2008 г.).

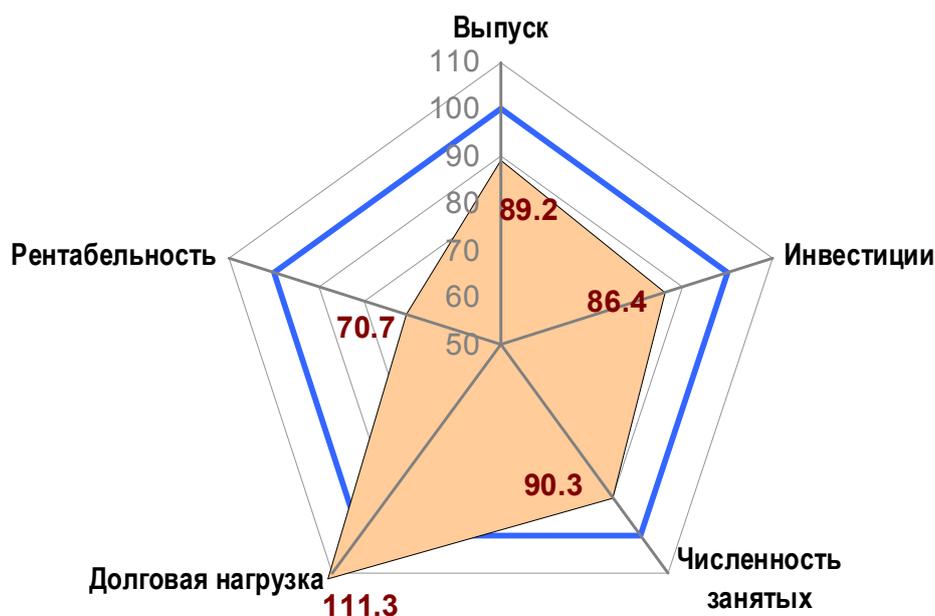
Резкое падение уровня рентабельности: почти на треть по промышленности и на 40% – в обрабатывающих производствах.

Умеренный рост долговой нагрузки: отношение кредиторской задолженности и задолженности по кредитам и займам к величине оборотного капитала увеличилось на 11%. В то же время, из-за резкого спада продаж отношение долгов к выручке возросло существенно сильнее – приблизительно на треть.

Сокращение инвестиций в основной капитал, несколько ускоренное по сравнению с динамикой выпуска (-13,6%, по данным по крупным и средним предприятиям).

Существенное сокращение численности занятых, практически одномасштабное снижению объемов выпуска (-9,7%). Это создает условия для роста производительности труда в 2010 г., по мере восстановления объемов производства.

График 3.1. Динамика основных показателей в промышленности в 2009 г. (темпы роста, %)*



* оценка рентабельности и долговой нагрузки – по данным за январь-сентябрь 2009 г., численности занятых – январь-ноябрь

Основные тенденции и сюжеты 2009 года

Кризисный спад производства: основные фазы и отраслевая структура

Быстрое и интенсивное свёртывание промышленного производства началось в октябре 2008 г. и завершилось в январе 2009 г., когда промышленность достигла «дна». Снижение уровня выпуска за эти четыре месяца составило 22% (с устранением сезонного и календарного факторов), а относительно соответствующего периода предшествующего года – 16,0%¹¹. Столь резкого спада не наблюдалось с 1995 г.

¹¹ Важной особенностью первого этапа спада было то, что он определялся не столько фундаментальными (среднесрочными спросовыми), сколько конъюнктурными факторами, основанными, главным образом, на резком изменении ожиданий и, соответственно, поведения основных экономических агентов после «перегрева» экономической конъюнктуры. Триггерами, запустившими процесс, стали:

- резкий перелом конъюнктуры мировых сырьевых рынков;
- отток капитала, сопровождавшийся быстрым и устойчивым падением российского фондового рынка;
- закрытие рынков внешних заимствований для российских компаний;
- пришедшее осознание возможных масштабов и продолжительности мирового кризиса – особенно после ряда банкротств крупнейших американских банков.

Эти события радикально усилили неопределенность и, соответственно, риски будущего развития (как отдаленного, так и самого ближайшего). В результате, приоритеты компаний стали определяться не столько текущими параметрами развития рынков, сколько опережающими негативными ожиданиями.

Важная составляющая этих ожиданий – расчет экономических агентов на скорую девальвацию рубля в условиях резкого ухудшения платежного баланса. Это дополнительно способствовало смещению приоритетов компаний (и банков) от задач поддержания (кредитования) производства к задаче минимизации девальвационных потерь. Такая задача была особенно важна для субъектов, имевших значительные обязательства в валюте (по оценке, до трети всех обязательств приходилось на валютные). Следствием этого стало резкое замедление кредитования реального сектора и ухудшение состояния расчетов, рост неплатежей.

Дополнительный конъюнктурный фактор, который следует учитывать при объяснении крутизны траектории спада – предшествующий конъюнктурный перегрев, выразившийся в том числе в наличии избыточных запасов в экономике. Кратное повышение цен на мировых сырьевых рынках обусловило формирование в 2007-2008 гг. чрезмерно оптимистичных ожиданий по поводу роста доходов у субъектов экономики и, соответственно, расширения рынков. Многие компании в 2008 г. (а некоторые и с 2007 г.) работали отчасти «на склад», рассчитывая на дальнейший рост спроса.

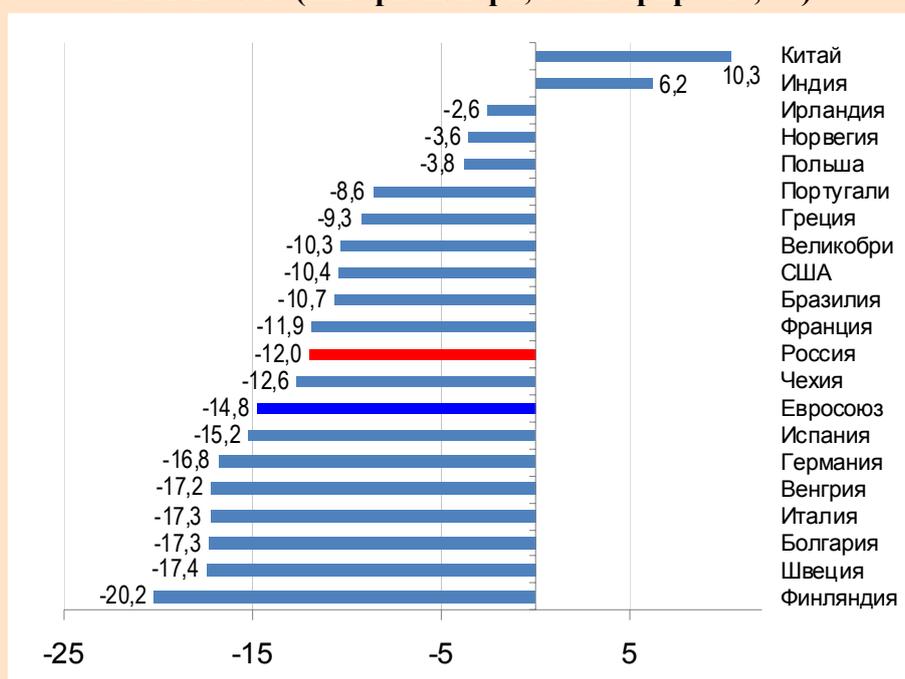
Единственным спросовым фактором было падение экспортных поставок, причем в ряде отраслей оно началось до спада выпуска, ещё с середины 2008 г. Однако, влияние этого фактора было ограниченным. Хотя уменьшение экспортных поставок было зафиксировано в большинстве обрабатывающих секторов, оно значимо (от четверти до трети) обусловило спад лишь в черной металлургии, основной химии и целлюлозно-бумажном производстве.

Таким образом, первый этап развития кризиса в реальном секторе следует охарактеризовать как «кризис перегретых ожиданий». Яркой иллюстрацией этого тезиса служит существенное опережение спада выпуска по сравнению с динамикой спроса. При снижении производства к декабрю до -10,3% (СППГ), инвестиции в основной капитал сократились лишь на 2,3%, а по товарообороту даже сохранялось превышение уровня предшествующего года (на 4,8%).

Врезка 3.1. Промышленный спад России на фоне других стран

Спад в России не слишком выделяется на общемировом фоне: хотя он и был заметно сильнее, чем в успешных развивающихся странах, однако, одновременно оказался сопоставим со среднеевропейским уровнем. При этом сильный спад – во многом «плата» за предшествующий перегрев с высокими темпами роста. По темпам роста ВВП в предкризисное пятилетие Россия входит в первую пятерку стран мира¹², пропустив вперед лишь Китай, Индию и Аргентину.

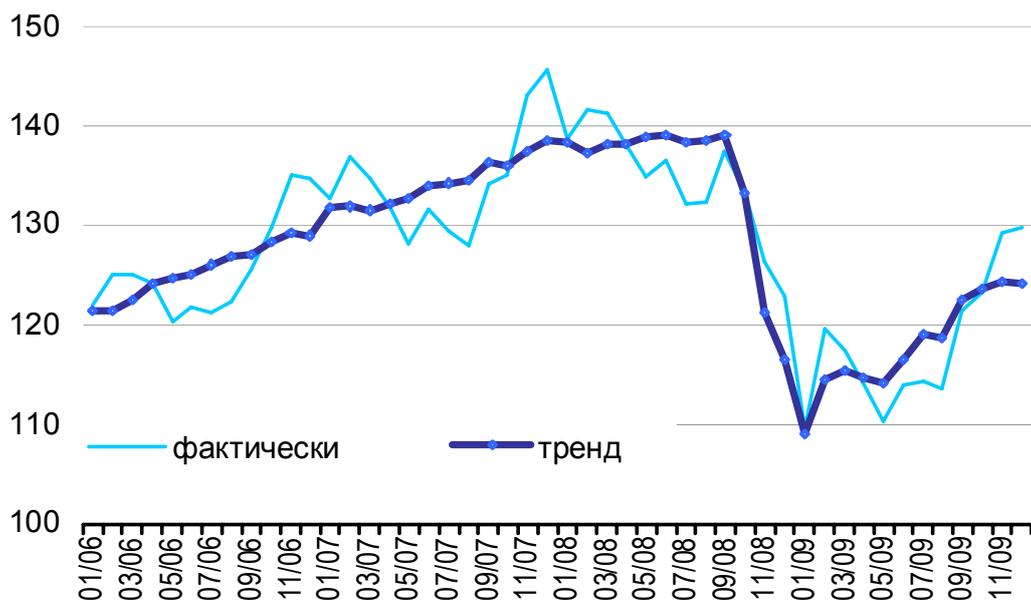
График 3.2. Изменение объемов промышленного производства в России и других странах в 2009 г. (январь-ноябрь, темп прироста, %)



В дальнейшем, до середины 2009 г. продолжалась стагнация. С июня в промышленности начался восстановительный рост. С июня по декабрь ежемесячный темп прироста к предшествующему месяцу составил в среднем +1,2% (сезонность устранена). При этом в четвертом квартале интенсивность восстановления, по оценке, была уже более чем втрое слабее, чем в третьем. К концу года рост практически прекратился, масштабы спада по сравнению с нижней точкой сократились вдвое.

¹² Оценка за 2003-2007 гг. по первым пятидесяти странам мира по объему ВВП по ППС в 2008 г. (по данным МВФ и Мирового Банка).

График 3.3. Динамика промышленного производства



Постепенное увеличение объемов производства в течение второй половины 2009 г. опиралось на расчистку рынков от товарных запасов и восстановление объемов сырьевого экспорта – в условиях стагнации внутреннего конечного спроса. Последнее обстоятельство обусловило незавершенность процесса восстановительного роста. Объем выпуска в декабре составил около 89% от докризисного уровня.

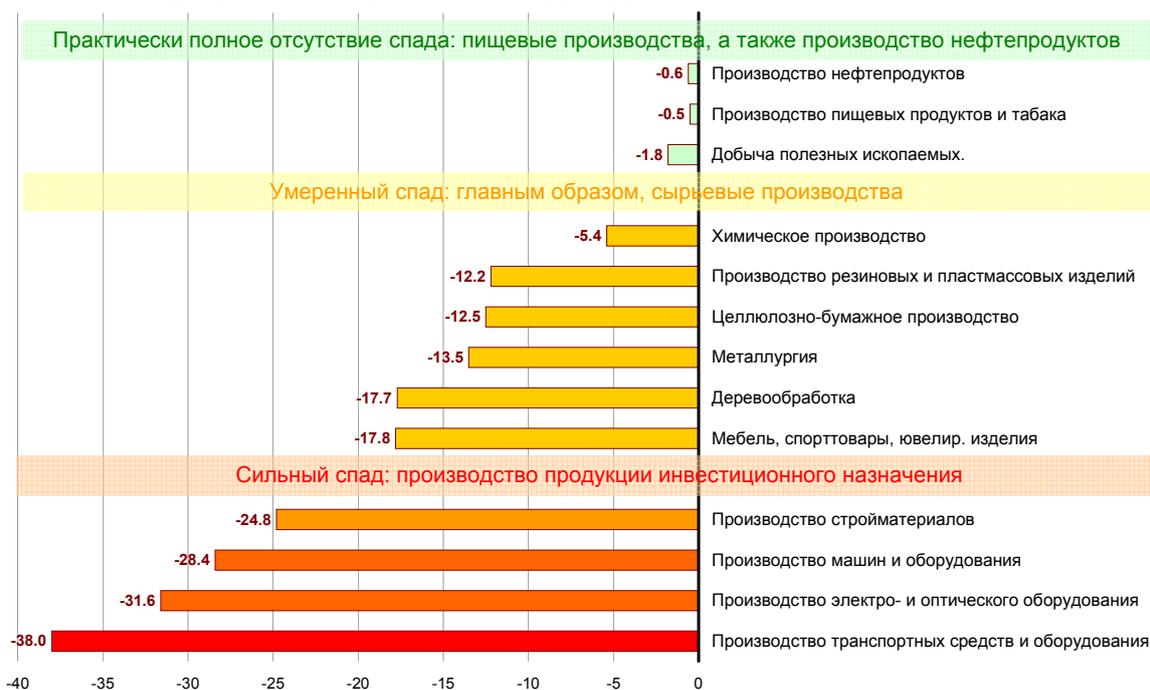
В большей части секторов имел место умеренный спад, в 10-20% снижения выпуска. Однако, масштабы спада сильно дифференцированы по отдельным секторам.

Наиболее мощное снижение производства – на 30-40% – было зафиксировано в секторах, ориентированных на инвестиционный спрос: в производстве машин и оборудования, электрооборудования, транспортных средств, базовых стройматериалов, – а также в производстве товаров длительного пользования (особенно – легковых автомобилей).

Противоположный полюс – сохранивших или даже нарастивших выпуск секторов – представлен двумя группами производств.

Первая – крупные отрасли со стабильным спросом, традиционно слабоэластичным к изменению доходов потребителей. Это большинство пищевых производств, электроэнергетика, а также добыча нефти и нефтепереработка.

График 3.4. Отраслевая структура спада по итогам 2009 г.



Вторая группа – это относительно небольшие по масштабам виды деятельности, где заметный прирост выпуска был обеспечен за счет сделанных ранее инвестиций в импортозамещающие проекты. К таким секторам относятся:

- отдельные пищевые производства: производство растительных и животных масел и жиров (прирост на 18,3% по итогам 2009 г.), готовых кормов для животных (10,0%), пищевых концентратов (24,1%);
- отдельные производства непродовольственных товаров: бумажных изделий хозяйственно-бытового и санитарно-гигиенического назначения (10,1%), обоев (11,0%), парфюмерных и косметических средств (4,0%), обуви (1,9%).

Следует отметить и отдельные виды продукции, по которым отмечено увеличение выпуска (при том, что в целом по секторам, в которые они входят, наблюдался спад):

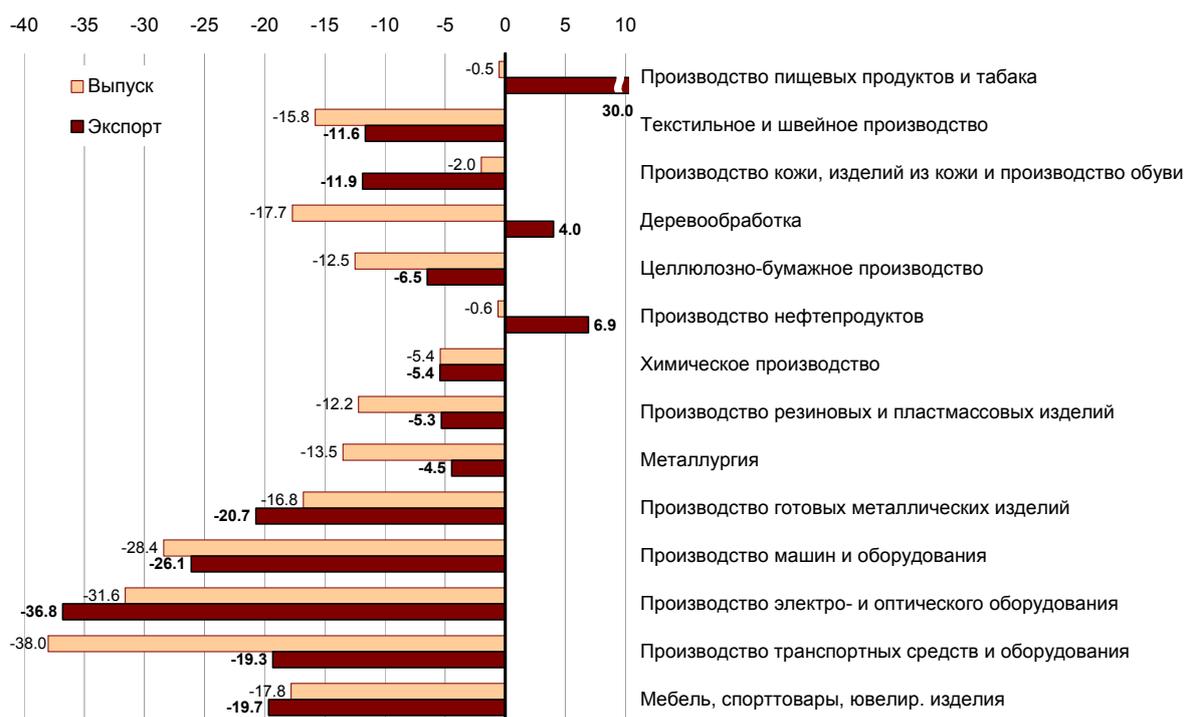
- энергетическое оборудование в части газовых (12%) и гидравлических турбин (7%) и генераторов к ним (20%), паровых котлов (3%);
- ряд лекарственных средств: болеутоляющие, жаропонижающие, противовоспалительные средства (17% для средств в ампулах и 39% – в упаковках), средства для наркоза и анестезии (21% и 34% соответственно).
- отдельные виды химических продуктов: азотные удобрения (7%), полимерные пленки (10%).

Внешние товарные рынки: спасительный сырьевой экспорт

В начальный период кризиса (конец 2008 г.) уменьшение объема экспорта шло вровень, а во многих секторах и опережало сжатие внутреннего спроса. Однако, уже в первом квартале 2009 г. началось быстрое восстановление объема зарубежных поставок. В целом за 2009 г. объем экспорта в физическом выражении снизился по сравнению с производством достаточно слабо (-3,5%, при этом по обрабатывающим видам деятельности экспорт остался на уровне предшествующего года, оценка ЦМАКП в сопоставимых ценах 2007 г.).

Следует отметить высокую дифференциацию динамики экспорта по отдельным секторам. Общий весьма позитивный итог (на фоне динамики внутреннего рынка) практически полностью достигнут за счет экспорта энергоресурсов¹³, сырья¹⁴ и материалов (см. график). Одновременно, спад экспорта конечной продукции, как правило, был соразмерен падению поставок на внутренний рынок (см. график).

График 3.5. Динамика экспорта и выпуска обрабатывающих видов деятельности



¹³ Единственное исключение – экспорт газа, объемы вывоза которого, как известно, существенно снизились (-15%).

¹⁴ В эту тенденцию укладывается и заметный прирост экспорта пищевых продуктов, обеспеченный, главным образом, рыбопродуктами и растительным маслом.

Импортозамещение: «а все-таки она вертится»

Потенциал для импортозамещения возник после девальвации рубля в конце 2008 г. - начале 2009 г. По оценке ЦМАКП, за счет ослабления рубля в первые пять месяцев кризиса импортные товары подорожали в среднем почти на четверть (23%), в результате возник потенциал дополнительного прироста выпуска (в целом по промышленности он оценивается в 5-6%). Однако, последующее укрепление рубля существенно ослабило возможный эффект. Реальное импортозамещение составило не более 2-2,5 проц. пунктов прироста производства.¹⁵

Для отдельных секторов масштабы импортозамещения были достаточно значимы. Наибольший эффект был достигнут в *производстве кожи, изделий из кожи, производстве обуви* (свыше 20% прироста выпуска к уровню 2009 г.), а также в производстве автомобилей и автобусов (свыше 10%) и электрооборудования (около 8%). Также, определенный импортозамещающий эффект был зафиксирован в производстве *пищевых продуктов, резиновых и пластмассовых изделий, стройматериалов и стекла* (см. график).¹⁶

График 3.6. Импортозамещение в 2009 г. (прирост производства за счет снижения доли импорта на рынке, проц. пунктов)



¹⁵ Оценка эффекта импортозамещения проведена по ресурсам (производство минус экспорт плюс импорт), а не по их использованию, что не позволяет оценить влияние изменения запасов в 2008-2009 гг. Следует отметить, что ввиду отсутствия соответствующей статистики, последнее представляется практически нерешаемой задачей.

¹⁶ В других отраслях положительный эффект был крайне слабым, на уровне точности счета.

График 3.7. Сектора-лидеры импортозамещения в 2009 г.



* указан эффект от импортозамещения, т.е. на сколько процентных пунктов динамика выпуска в 2009 г. была бы ниже при отсутствии этого эффекта

Инвестиционная активность

Динамика инвестиций в основной капитал в промышленности отличалась от наблюдавшейся в среднем по экономике. Спад инвестиций в промышленности начался заметно позже: в первом полугодии 2009 г. снижение инвестиций в промышленности было более чем вдвое слабее общеэкономического (см. график). Это, вероятно, было обусловлено необходимостью завершения масштабных инвестиционных проектов, реализуемых крупными и средними компаниями (доля которых в промышленности особенно велика)¹⁷. В целом, по видимому, можно говорить о достижении в инвестиционной активности «дна» лишь к четвертому кварталу 2009 г.

Следует отметить, что в промышленности спад инвестиций в основной капитал был несколько слабее, чем в среднем по экономике (по крупным и средним предприятиям): -13,3% против -17,5%. Такая ситуация – во многом результат стабильного объема инвестиций в электроэнергетике. В обрабатывающих производствах спад инвестиций составил -21,8%, а в значительном числе конечных обрабатывающих производств – многократно сильнее (График 3.9).

¹⁷ Данные тезис находят подтверждение при сравнении динамики инвестиций в целом по экономике по полному кругу и по крупным и средним организациям (график ...). В то же время, нельзя полностью исключать и слабую надежность статистических оценок инвестиционной активности малых компаний.

Врезка 3.2. Инвестиционные проекты в условиях кризиса и планы на будущее

В условиях кризиса продолжилось не только завершение уже идущих проектов, но и формирование новых планов (и соответствующих обязательств) на будущее.

Наиболее знаковые завершённые проекты:

- *запущен Стан «5000» на Магнитогорском металлургическом комбинате. На Магнитогорском металлургическом комбинате введен в строй сортовой Стан «450»;*
- *в рамках крупнейшего в мире нефтегазового проекта «Сахалин-2» был открыт первый в России завод по сжижению природного газа (СПГ); годовая мощность завода – 9,6 миллиона тонн голубого топлива, компании Японии, США и Республики Корея уже раскупили большую часть этого газа на 25 лет вперед;*
- *завершен целый ряд крупных инвестиционных проектов химии и нефтехимии: производство полиэтилена мощностью 230 тыс. т в ОАО «Нижнекамскнефтехим» и 120 тыс. т в ОАО «Салаватнефтеоргсинтез»; производство серной кислоты (714 тыс. т, ОАО «Аммофос»); производство легковых шин (1,3 млн. шт., ОАО «Омскишина», Сибур); производство грузовых и автобусных ЦМК шин (600 тыс. шт., ОАО «Нижнекамскишина»);*
- *ряд знаковых инвестиционных проектов в автомобилестроении: запуск завода по производству грузовых автомобилей Volvo в г. Калуга; официальное открытие российского завода «Ниссан» в Санкт-Петербурге, начато производство автомобилей в тестовом режиме; запуск производства дизельных двигателей на совместном российско-американском предприятии «Камминз-Кама»;*
- *запущено производство комплектующих для самолетов «Боинг» на совместном предприятии компании «Боинг» и ГК «Ростехнологии» Ural Boeing Manufacturing;*

Наиболее знаковые «планы на будущее»:

- *немецкий автоконцерн Daimler подписал с российским производителем грузовиков ОАО «КамАЗ» протокол о намерениях по созданию в России совместного производства грузовиков Mercedes-Benz;*
- *«Соллерс» и Внешэкономбанк подписали кредитное соглашение о создании автомобильного производства на Дальнем Востоке;*
- *подписан меморандум о сотрудничестве между Объединенной судостроительной корпорацией и корейской «Самсунг» по обмену технологиями в области гражданского судостроения.(г. Сеул);*
- *начались летные испытания нового отечественного авиационного двигателя ПС-90А2 разработки конструкторского бюро ОАО «Авиадвигатель»;*
- *ОАО «КамАЗ» и итальянская Case New Holland, принадлежащая Fiat Group, заключили соглашение о создании СП по производству сельхозтехники;*
- *Внешэкономбанк, компании «Сухой» и «Гражданские самолеты Сухого» заключили Соглашения о стратегическом сотрудничестве в области гражданской и военной авиации;*
- *швейцарская Liebherr инвестировала 200 млн. евро в строительство своего первого в России завода по производству авиакomплектующих.*

График 3.8. Динамика инвестиций в основной капитал в экономике и промышленности (к соответствующему кварталу предшествующего года, %)

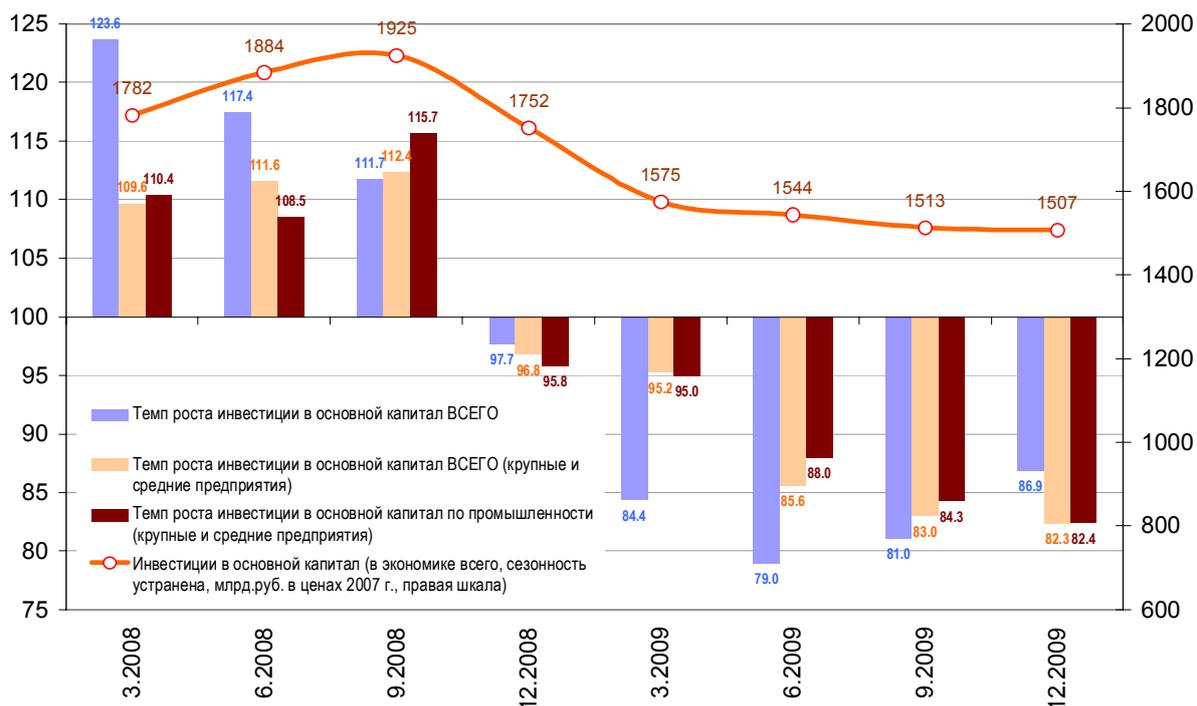
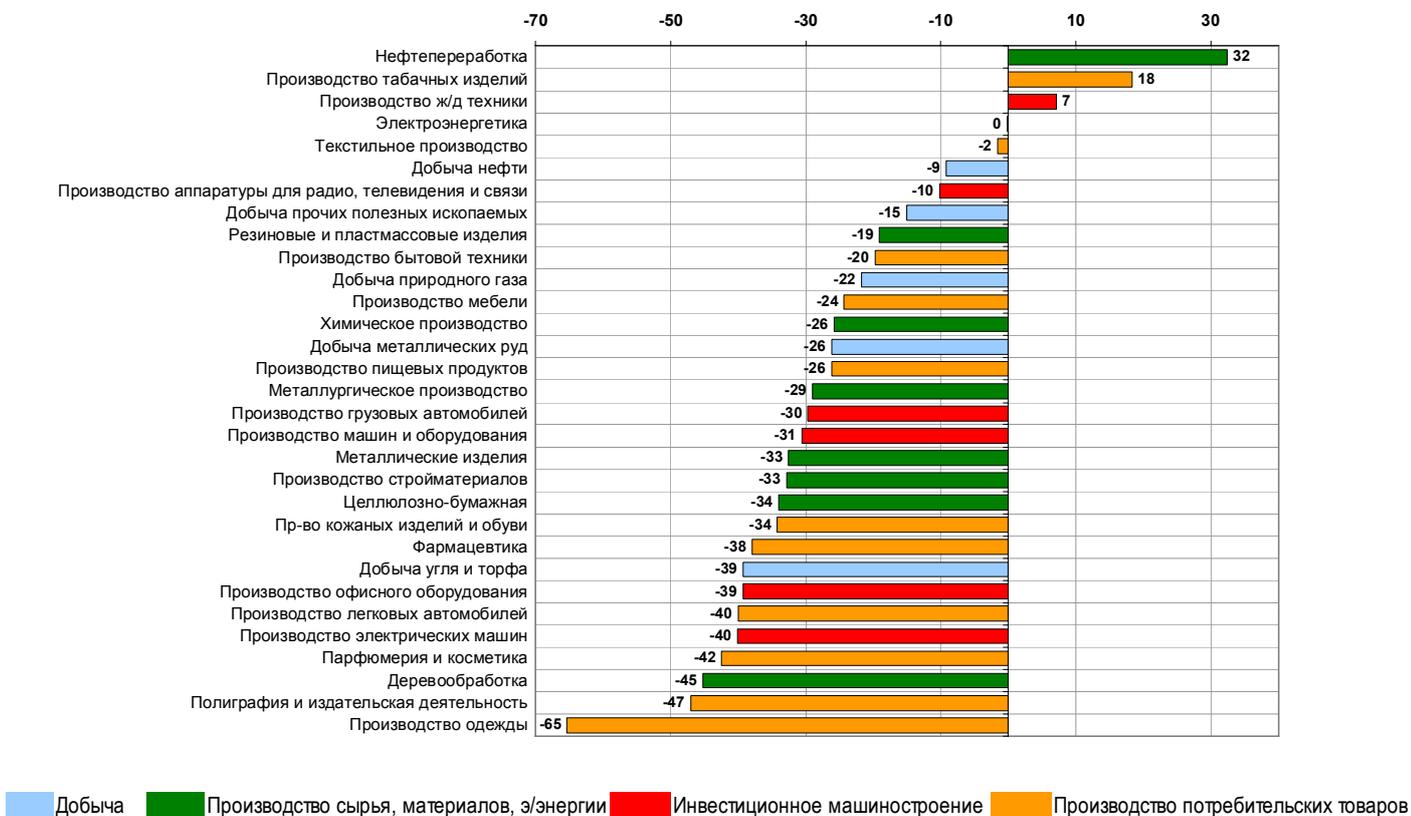


График 3.9. Темпы роста инвестиций в основной капитал по детализированным видам деятельности (январь-сентябрь 2009 г., %)



Финансовое положение: под прессом растущих издержек

Одним из важнейших сюжетов кризиса стало существенное ухудшение финансового положения компаний.

Непосредственно в докризисный период рентабельность продаж в промышленности достигала весьма высоких величин. Даже в большинстве конечных внутренне-ориентированных секторов этот показатель находился в пределах 7-10%, а в сырьевых производствах по мировым меркам был сверхвысоким, на уровне 24-28% (в отдельных сегментах и более).

С наступлением кризиса финансовый результат компаний совершил впечатляющий пируэт: от ухода в глубокий минус в начале 2009 г. (из-за переоценки обязательств, номинированных в валюте) до быстрого частичного восстановления – до уровня конца 2007 г. В реальном выражении это означало снижение прибыли на 20-25%.

Значительное ухудшение показателей финансового положения компаний было обусловлено, прежде всего, падением выручки вследствие снижения физических объемов продукции и (в сырьевых отраслях) отпускных цен.

Схожая динамика наблюдалась и по другим показателям финансового положения компаний. Выделяется из общей тенденции ситуация с собственным оборотным капиталом, который стал отрицателен, и значимого улучшения ситуации в течение года так и не произошло (График 3.11).

График 3.10. Сальдированный финансовый результат в обрабатывающих производствах, млрд.руб.

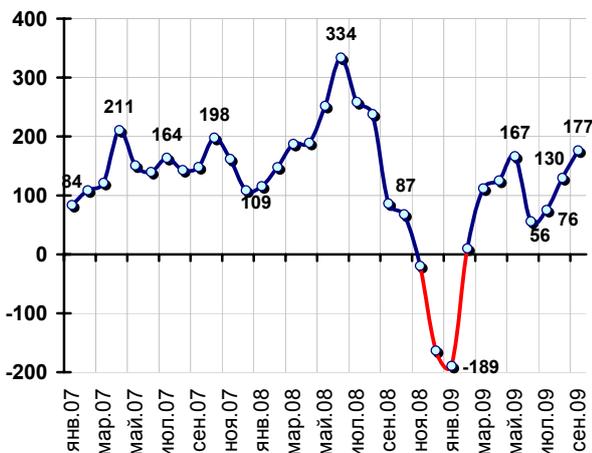


График 3.11. Собственный оборотный капитал и ликвидность



Ухудшение финансового положения сопровождалось усилением дифференциации положения отдельных секторов.

Наиболее низкий уровень рентабельности – в отраслях, существенно пострадавших от спада производства: в производстве электрооборудования, машин и оборудования, транспортных средств, деревообработке, производстве стройматериалов.

Хорошее положение по показателям собственного оборотного капитала и ликвидности наблюдается лишь в сырьевых отраслях и электроэнергетике и торговле. При этом в сырьевых отраслях и электроэнергетике – избыток ликвидности, в то время как в большинстве других отраслей – ее острая нехватка.

График 3.12. Распределение секторов по динамике производства и уровню рентабельности

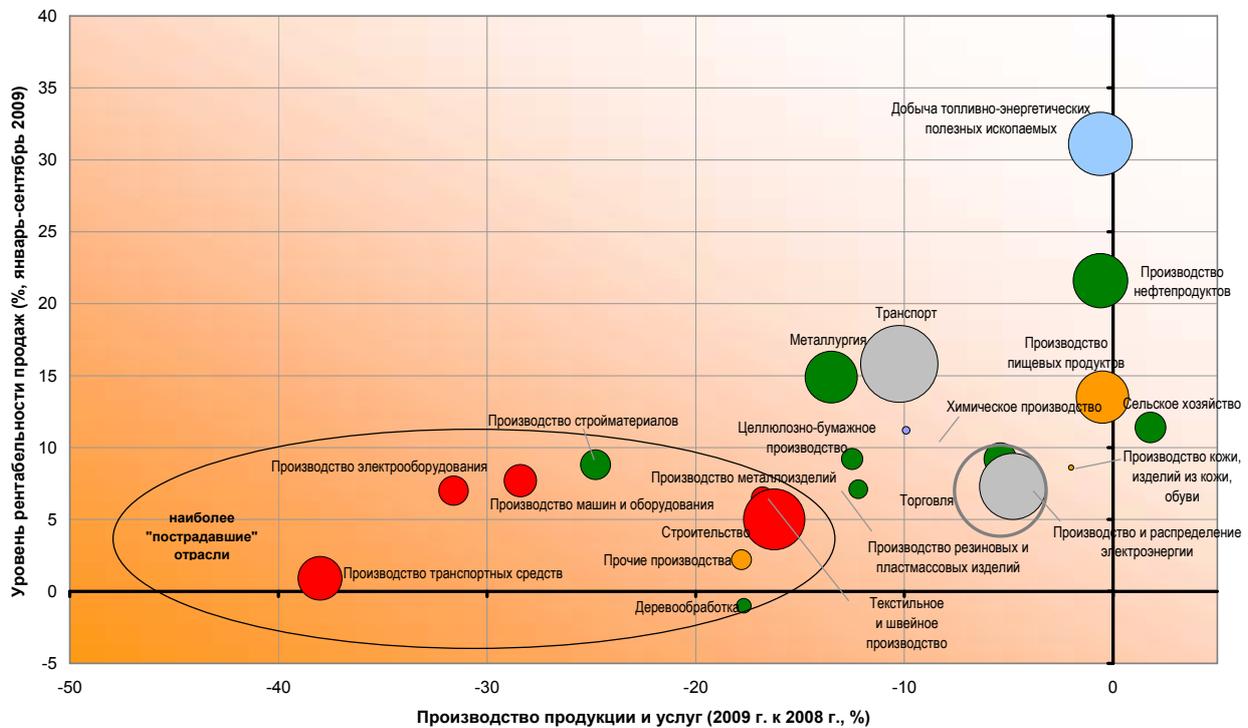
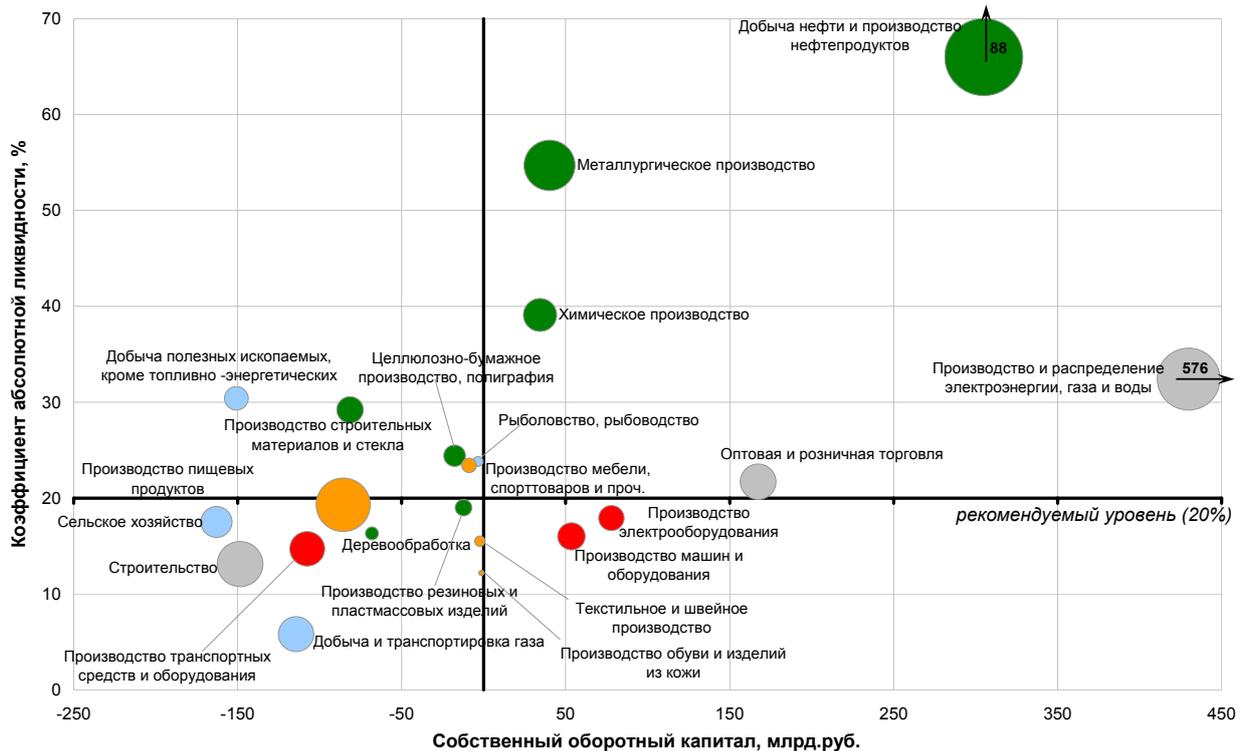


График 3.13. Распределение секторов по размеру собственного оборотного капитала и уровню ликвидности



Банковское кредитование: велики ли новые издержки?

К числу активно обсуждаемых проблем прошедшего года относятся, в частности, рост стоимости и ухудшение доступности банковского кредитования (замедление выдачи новых кредитов).¹⁸

Следует отметить, что накал дискуссии, по-видимому, несколько превзошел реальный масштаб проблемы. Рост годовых процентных выплат по кредитам и займам был умеренным и, в целом, не превосходящим возможности адаптации к нему компаний. По оценке ЦМАКП, в среднем по промышленности дополнительные расходы составили менее процента (0,8%) затрат на производство, или около 6% прибыли.¹⁹

Впрочем, ситуация существенно различается по секторам, в зависимости от уровня их закредитованности и рентабельности. Особенно болезненны дополнительные издержки – в деревообработке и производстве транспортных средств (прежде всего, автомобилей), где

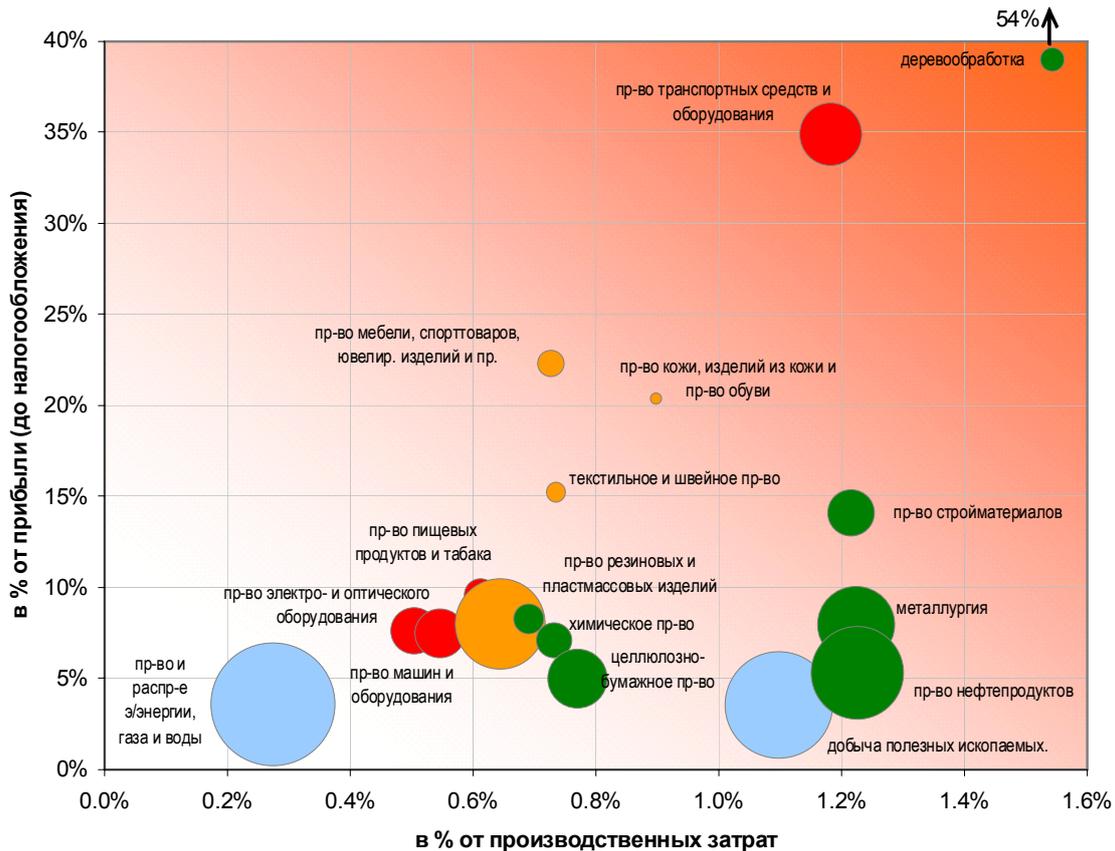
¹⁸ В данном разделе не рассматривается проблема роста относительной долговой нагрузки, масштабы которой были весьма значительны: в целом по экономике отношение банковской задолженности к добавленной стоимости возросло к середине 2009 г. не менее чем на четверть, а в промышленности – на треть. Однако, этот рост имел краткосрочный характер (как следствие резкого падения продаж и удорожания валютной составляющей кредитов) и был смягчен для компаний реального сектора возможностью пролонгирования кредитов и их реструктуризации.

¹⁹ Следует отметить, что для ряда секторов (особенно сильно снизивших выпуск) ставка по кредитам могла возрасти заметно выше, чем в среднем, что приводит к недооценке негативных эффектов удорожания кредита для этих секторов.

рост процентных расходов относительно прибыли многократно выше среднепромышленного уровня и вдвое выше – относительно затрат (см. график).

Кроме того, чувствителен к росту «процентных издержек» ряд секторов, производящих непродовольственные потребительские товары: одежду, обувь, мебель и др. (см. график), – где удорожание кредитования снижает прибыль от продаж на 25-50%.

График 3.14. Оценка нагрузки со стороны дополнительных расходов по обслуживанию кредитов банков в 2009 г.



В то же время, в большинстве секторов влияние данного фактора можно оценить как относительно от умеренного до слабого (менее 10% прибыли): либо вследствие относительно высокого уровня рентабельности (добыча полезных ископаемых, большинство сырьевых отраслей), либо сравнительно низкой закредитованности (производство пищевых продуктов, машин и оборудования, электрооборудования, производство и распределение электроэнергии, газа и воды).

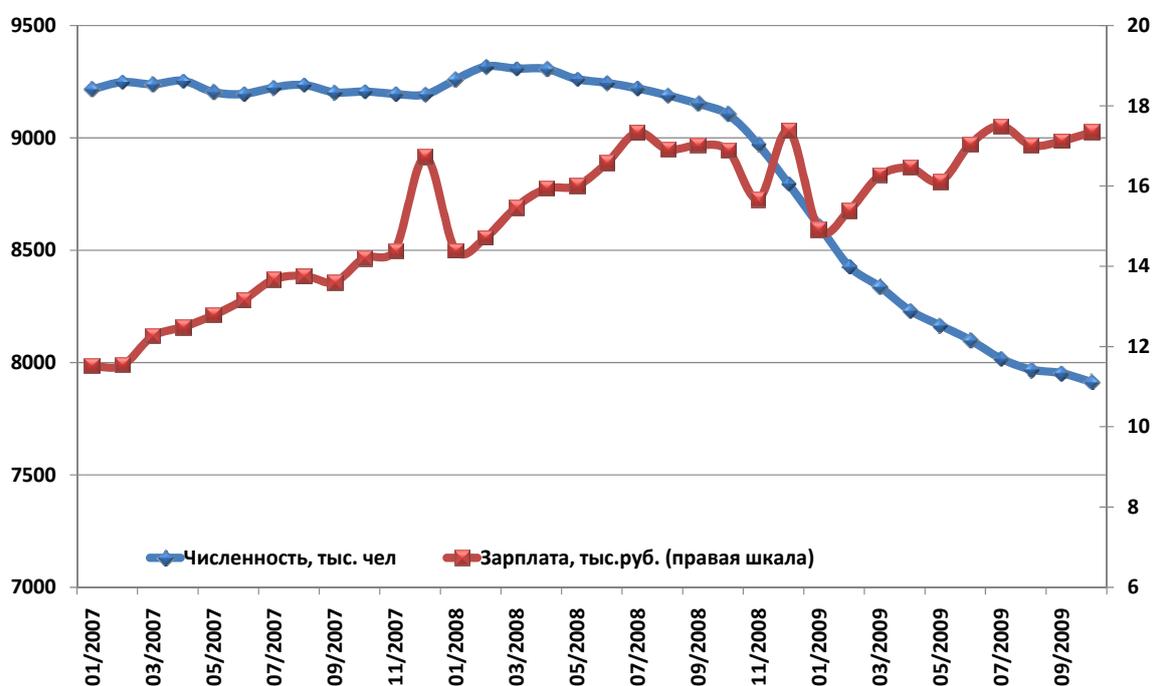
Имеется и второй канал негативного воздействия ухудшения условий банковского кредитования – уменьшение объема кредитных предложений в виде отказа от кредитования заемщиков, оцениваемых как высокорисковые (или повышение ставки для таких заемщиков до уровня,

при котором заемщик сам отказывается от кредита).²⁰ Однако, количественно оценить негативные эффекты в данном случае не представляется возможным. Качественно, масштаб проблемы можно проиллюстрировать динамикой вновь выдаваемых кредитов: по приблизительной оценке ЦМАКП, их объем в 2009 г. составил не более 2/3 от уровня 2008 г.²¹

Зарплата и численность занятых: адаптация к кризису

Еще в середине 2008 г., за несколько месяцев до наступления острой фазы кризиса, компании обрабатывающих производств прекратили повышать номинальную заработную плату и приступили к медленному сокращению численности занятых.

График 3.15. Динамика выпуска и производительности труда в обрабатывающих производствах



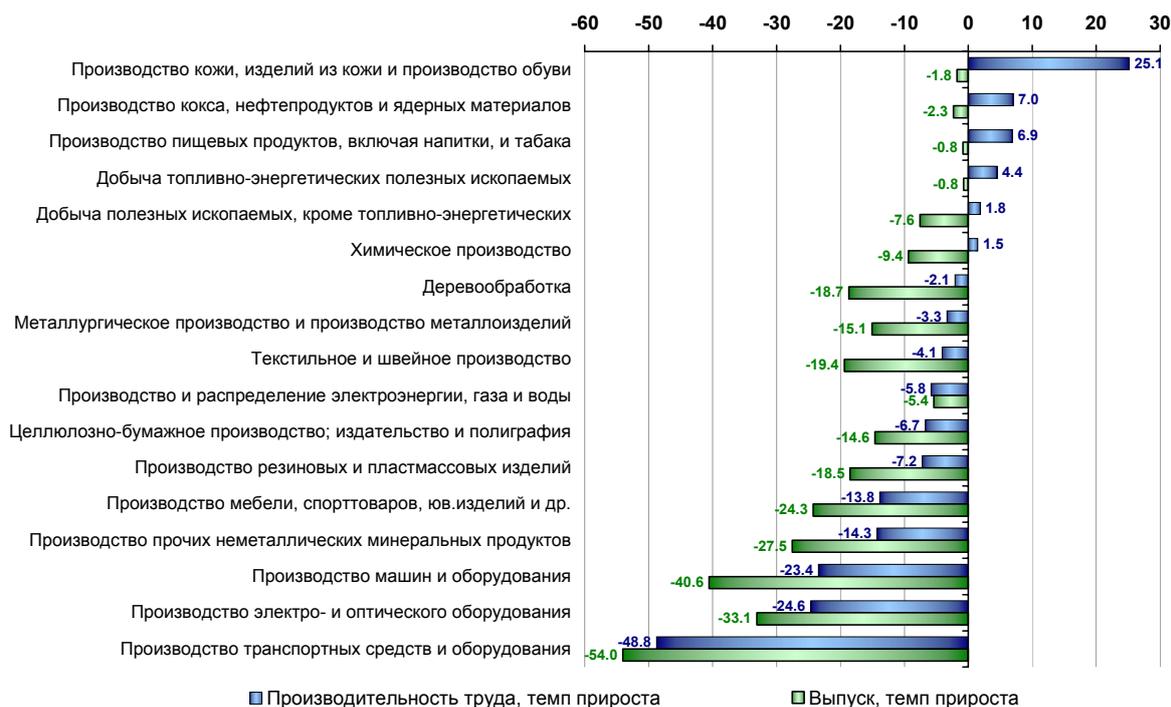
²⁰ Как следствие, уменьшаются возможности отдельных компаний по финансированию оборотного капитала для расширения (либо поддержания) производства. Хотя в условиях сжатия рынков общая потребность в кредитовании снижается, на микроуровне новые кредиты могут быть очень важны с точки зрения роста отдельных, причем, наиболее эффективных компаний, захватывающих долю рынка у слабых компаний (или осуществляющих поглощение конкурентов).

²¹ С учетом того, что не менее трети вновь выдаваемых кредитов – это кредиты, выдаваемые на погашение накопленных ранее долгов.

С наступлением кризиса снижение численности резко ускорилось и продолжалось в течение всего 2009 г. К ноябрю численность занятых в обрабатывающих производствах сократилась на 10,6% по сравнению с соответствующим периодом предшествующего года (и на 12,4% – по сравнению с пиком в феврале 2008 г.). Примечательно, что снижение численности наблюдалось практически повсеместно, даже в секторах, где снижение выпуска было слабым или отсутствовало. Такая политика позволила в условиях кризиса повысить производительность труда в секторах со слабым спадом производства.

Сокращение численности занятых и улучшение мировой конъюнктуры позволило компаниям обрабатывающих производств возобновить слабое повышение заработной платы во второй половине 2009 г. Это может свидетельствовать о дефиците квалифицированных кадров и стремлении компаний сохранить ядро наиболее ценных сотрудников.

График 3.16. Динамика выпуска и производительности труда по видам деятельности (январь-ноябрь 2009 г. к соответствующему периоду 2008 г., %)



4. Анализ ситуации в денежно-кредитной сфере

4.1. На старте года (предпосылки развития кризисных процессов)

Если исходить из хронологии событий, то кризис в российском финансовом секторе следовало бы рассматривать как результат внешнеэкономического кризиса и как одну из ключевых причин – кризиса макроэкономического.

Однако более глубокий анализ позволяет сделать вывод, что в действительности кризис в российском финансовом секторе сам явился результатом макроэкономических дисбалансов, сложившихся в предкризисные годы.

С высокой вероятностью – и независимо от наличия или отсутствия внешнеэкономических шоков – эти дисбалансы должны были привести к возникновению финансового кризиса²². Финансовый кризис, в свою очередь, должен был стать акселератором макроэкономического кризиса, и, в конечном счете средством разрешения (смягчения) породивших его макроэкономических дисбалансов. Крах глобальных финансовых рынков всего лишь привел к «досрочному» развертыванию этой кризисной причинно-следственной цепочки в российской экономике.

Основополагающей, фундаментальной причиной кризиса в финансовом секторе стало устойчивое превышение динамики потребления и инвестиций над динамикой доходов населения и предприятий в период инвестиционного и потребительского «бумов» (2005-первая половина 2008 гг.).

Разрыв между доходами и расходами (включая инвестиционные) домашних хозяйств и предприятий покрывался за счет форсированного наращивания чистых заимствований в банковском секторе. Это вело к следующим последствиям.

- Инвестиционный бум в условиях ограниченности предложения долгосрочного кредита со стороны российских банков привел к тому, что «короткие» заимствования предприятий стали втягиваться в финансирование более «длинных» инвестиционных проектов. В этих условиях погашение ранее привлеченных предприятиями кредитов осуществлялось не за счет дополнительных доходов, полученных в результате отдачи от инвестиций, а за счет привлечения новых займов (т.н. «схема Понци»). При этом

²² На это, в частности, указывало сценарное прогнозирование динамики системных рисков в банковском секторе, проводившееся ЦМАКП в 2006-2007 гг. с использованием опережающих индикаторов банковских кризисов. См. О.Солнцев. «Кризис по программе СОИ»//Прямые инвестиции, М., №2, 2008. М. Тальская. «Четыре года до кризиса» // Эксперт, М., №6, 2007

значительная часть совокупного спроса предприятий на кредит (около 40% за 2005 – первую половину 2008 гг.) формировалась быстро растущими проциклическими и сезонно-зависимыми отраслями – строительством и девелопментом, агробизнесом, торговлей, транспортным машиностроением.

- Похожая ситуация наблюдалась в связи со сменой модели приобретения домашними хозяйствами товаров длительного пользования и капитальных благ (переход от накопления сбережений под покупку к привлечению кредитов). В частности, расширение кредитования покупок жилья, при прочих равных условиях, способствовало росту цен на недвижимость. Последнее, в свою очередь, повышало спрос физических лиц на привлечение жилищных кредитов с инвестиционными целями, с расчетом на получение прибыли от роста цен на недвижимость.

В результате развития этих процессов повышался риск того, что в случае затруднений с предоставлением предприятиям и домашним хозяйствам новых кредитов, значимая часть заемщиков окажется неплатежеспособной. Этот риск и реализовался в период кризиса 2008-2009 гг.

Однако отставание динамики доходов предприятий и населения от динамики их расходов стимулировало рост не только кредитных, но и системных валютных рисков.

Нехватка у банков ресурсов, которые они могли бы привлечь у частного сектора для покрытия спроса экономики на кредит, поощряла их наращивать фондирование на внешних рынках. Интенсивно расширялся и внешний долг нефинансовых предприятий.

Как следствие, повышалась уязвимость банков и компаний к шокам ликвидности на внешних рынках.

Справедливости ради следует отметить, что последнее стало следствием не только макроэкономических дисбалансов, но и структурной слабости российского финансового сектора – его неспособности предложить заемщикам крупные и долгосрочные займы. Это дополнительно стимулировало спрос российских компаний на внешние заимствования.

В конечном счете, результатом макроэкономических дисбалансов и структурной слабости финансового сектора стали:

- перенакопление предприятиями короткого внутреннего долга, используемого для финансирования «длинных» проектов, подрывающее их платежеспособность и способность к устойчивому развитию. Так, в предкризисный период (2005-2007 гг.) за счет получаемой прибыли реальный сектор мог профинансировать только около 1/3 платежей по обслуживанию и погашению ранее привлеченных кредитов. Соответственно примерно 2/3 платежей могли финансироваться только за счет привлечения новых заимствований;

- перенакопление внешнего корпоративного долга до уровня, опасного с точки зрения сохранения сбалансированности между объемом валютных обязательств и валютных доходов заемщиков (см. график 4.1);
- интенсивный рост долговой нагрузки на доходы населения – так же как и во многих развитых странах, столкнувшихся с проблемами платежеспособности домашних хозяйств (см. график 4.2). Хотя уровень этой нагрузки в России оставался ниже, чем в развитых странах, тем не менее из-за интенсивного роста наблюдались схожие проблемы падения качества отбора заемщиков;
- ценовой перегрев рынков капитальных активов (недвижимость, акции), что сформировало «мину замедленного действия» под долгами, обеспеченными залогом данных активов (см. график 4.3).

График 4.1. Уровень корпоративного внешнего долга России и других стран с развивающимися рынками

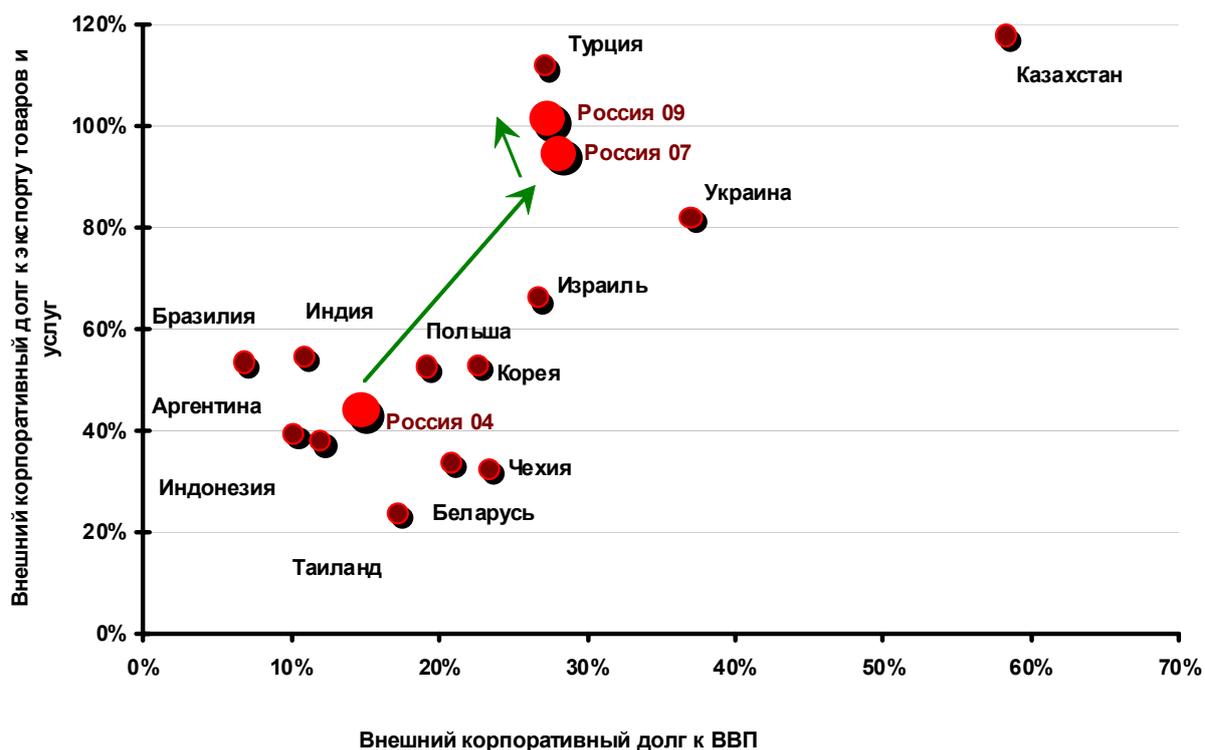


График 4.2. Долговая нагрузка на доходы домашних хозяйств (%)

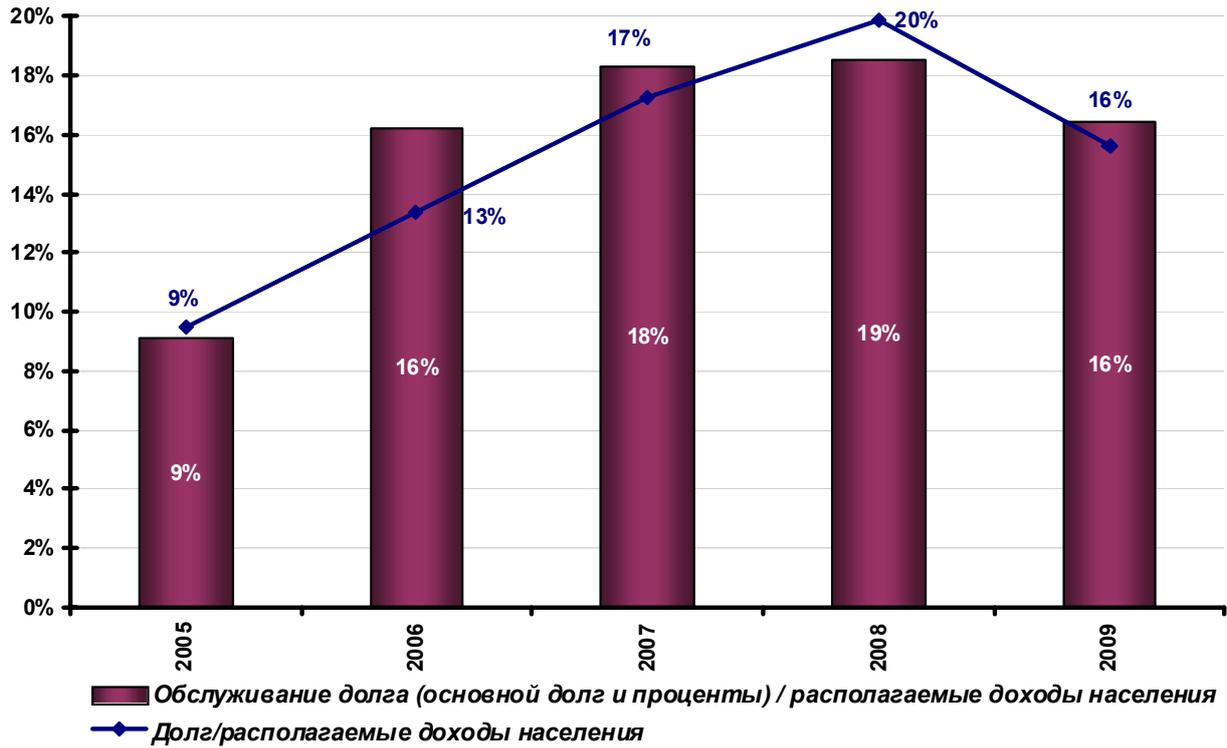
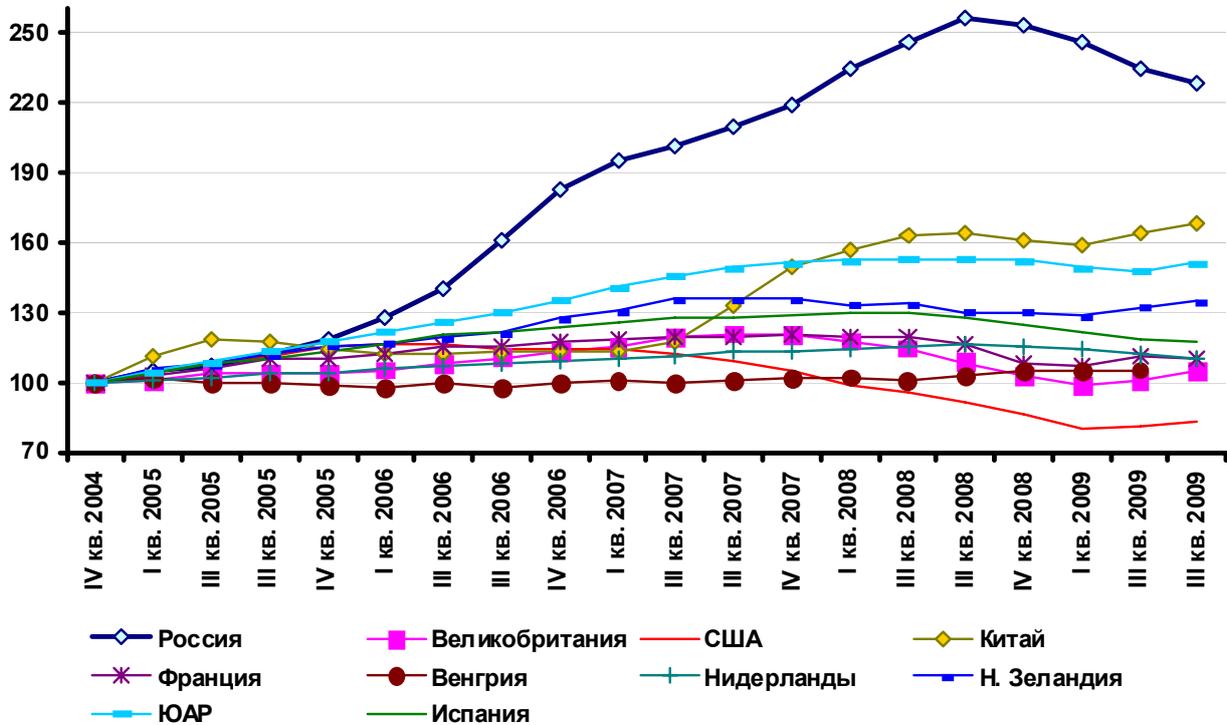


График 4.3. Средние цены на недвижимость (четвертый квартал 2004=100%)



Есть основания полагать, что во многом в силу именно этих дисбалансов масштабы падения производства, бегства капитала, девальвации национальной валюты, роста «плохих долгов» в России оказались более существенными, чем у других стран с развивающимися рынками – особенно, если сравнивать с «коллегами» по БРИК.

4.2. Ход развития кризиса

Опыт 2008-2009 гг. показал, что, несмотря на накопленные финансовые резервы и готовность к значительным вливаниям в экономику, монетарные власти не имеют ни ресурсов, ни инструментов, достаточных для противостояния *фундаментальным* кризисным процессам в денежно-кредитной сфере. Или хотя бы для их ослабления. Речь идет о таких процессах, как сжатие банковского кредитования экономики, ухудшение качества долгов, падение стоимости активов, раскручивание «маховика» девальвационных ожиданий.

Монетарные власти, в лучшем случае, имеют возможности предотвращать наступление событий-триггеров, переводящих кризис на другой уровень. Это, в частности, касается таких ситуаций, когда возникает риск перехода от бегства вкладчиков к дезорганизации платежной системы, от усиления девальвационных ожиданий и падения цен на активы – к дефолтам по внешнему корпоративному долгу, от роста объема «плохих долгов» – к банкротству системообразующих банков и крупных корпоративных должников.

К счастью, в 2008-2009 гг. этих возможностей монетарных властей оказалось достаточно для того, чтобы предотвратить наступление подобных событий-триггеров. Однако до сих пор остается неясным, удалось бы справиться с этой задачей, если бы падение мировых цен на нефть и обрушение глобальных финансовых рынков оказались сильнее или продолжительнее (например, в случае возникновения «второй волны» глобального кризиса).

В целом, стабилизация ситуации в денежно-кредитной сфере произошла не столько в результате действий монетарных властей, а, в большой степени, вследствие самоисчерпания кризиса. Он оказался подобен змее, пожирающей собственный хвост.

* * *

Противоречия и дисбалансы, сформировавшиеся в предкризисный период, обусловили ход развития и глубину кризиса в денежно-кредитной сфере.

В этом развитии можно выделить три этапа.

Первый этап – «завязка» кризиса (август-декабрь 2008 г.).

Тенденции и события. Снижение мировых цен на нефть и отток капитала из страны привели к падению ликвидности банковской системы. Последнее, в свою очередь, спровоцировало эффект бегства вкладчиков, который дополнительно усилил падение банковской ликвидности.

Высокий объем негосударственного внешнего долга в сочетании с ухудшением saldo по текущим операциям привели к возникновению устойчивых девальвационных ожиданий и дальнейшему нарастанию оттока капитала. В результате последнего дефицит рублевой ликвидности в банковском секторе приобрел хронический характер.

В результате снижения ликвидности банков возникли трудности с предоставлением предприятиям и населению новых кредитов. Это привело к потере платежеспособности заемщиков и росту непогашений по ранее привлеченным банковским кредитам. Падение стоимости залогов (акции, недвижимость) и высокая доля короткого долга стали факторами быстрого разрастания данной проблемы.

Ухудшение доступа к кредиту обусловило трудности с формированием оборотного капитала у предприятий. Это стимулировало предприятия перейти к активному сокращению запасов готовой продукции, а также сырья и материалов. Последнее привело к падению спроса, и соответственно, сокращению производства по всей «длине» производственных цепочек.

Это, в свою очередь, означало ухудшение финансового положения широкого круга предприятий, и дополнительное мультиплицирование проблемы «плохих долгов». С этого момента причиной неплатежей по долгам стали не краткосрочные кассовые разрывы, вызванные сложностями с привлечением предприятиями новых кредитов, а устойчивое снижение прибыльности бизнеса и возникновение обширной группы убыточных корпоративных заемщиков. В результате проблема «плохих долгов» приобрела долгосрочный характер.

Основным вызовом, возникшим перед монетарными властями, стало *формирование устойчивых девальвационных ожиданий* и как результат – возникновение цепочки «отток капитала – падение ликвидности банковского сектора – поддержка ликвидности банковского сектора со стороны монетарных властей – отток капитала» (см. график 4.4).

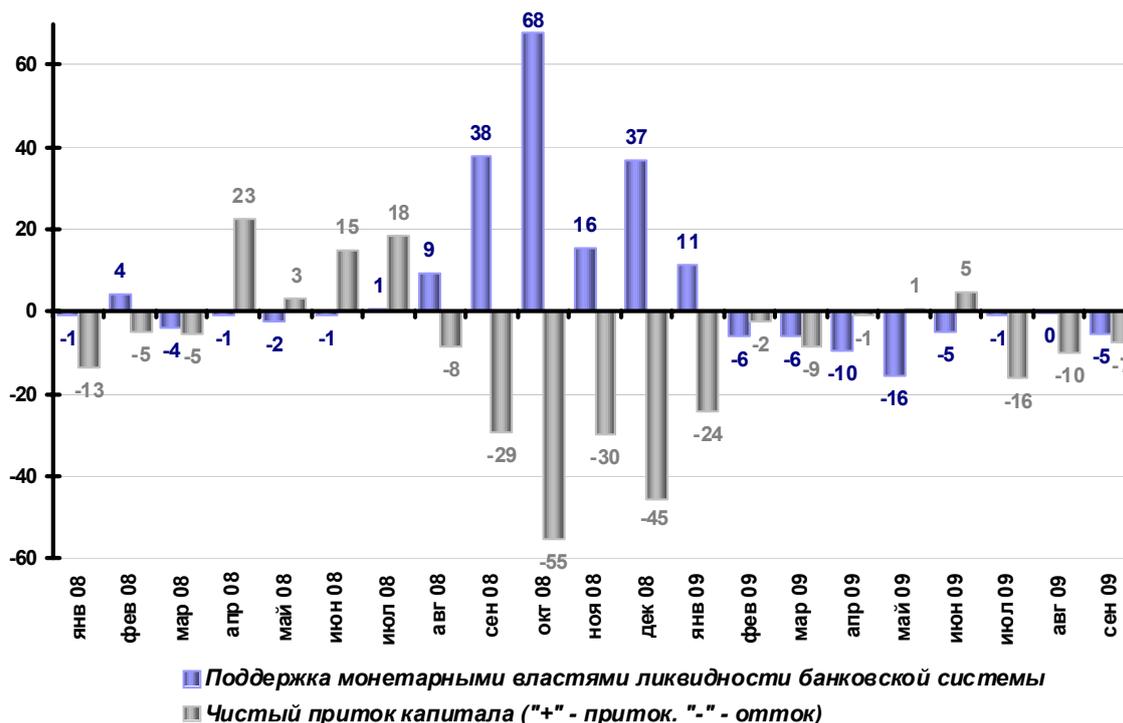
Разрыв этой цепочки требовал преодоления девальвационных ожиданий. Без решения данной первоочередной задачи невозможно было говорить ни о стабилизации ликвидности банковского сектора, ни о противодействии проблеме роста «плохих долгов».

Кроме этого, возникли несколько вызовов «второго уровня»:

- необходимость поддержать платежеспособность крупнейших российских корпоративных заемщиков по внешним долгам в условиях, когда возможность рефинансировать долг на зарубежных рынках исчезла;
- необходимость защитить банки от «набега вкладчиков», чтобы избежать перерастания набега в панику.

Отсутствие ответа на эти вызовы создавало угрозу «сброса» ситуации на следующий уровень: нарушения функционирования платежной системы, объявления дефолтов по внешнему долгу крупных компаний.

График 4.4. Чистый приток капитала в негосударственный сектор и поддержка ликвидности банковской системы монетарными властями (млрд. долл.)



Реакция монетарных властей и результат. Преодоление девальвационных ожиданий требовало снижения обменного курса рубля для достижения уровня, позволяющего гарантировать сбалансированность сальдо платежного баланса по текущим операциям даже при низком уровне экспортных цен на нефть и другие сырьевые товары.

В то же время, слишком быстрая корректировка курса создавала риски для крупных корпоративных заемщиков (включая крупные компании и банки с государственным участием), имеющих значительный объем валютного долга. В результате была избрана тактика «мягкой девальвации» рубля, растянувшаяся на два с половиной месяца (см. график 4.5). Это позволило компаниям и банкам постепенно накопить валютные активы, необходимые для погашения значительной части валютного долга и более того – получить дополнительную прибыль от игры против рубля.

При этом важнейшим источником средств для приобретения валютных активов, как банками, так и предприятиями-клиентами, стали кредиты, предоставляемые Банком России на поддержание ликвидности кредитных организаций.

Пытаясь ограничить масштаб спекуляций против национальной валюты, Банк России стал повышать ставку рефинансирования, и, соответственно, ставки по кредитам коммерческим банкам (с 7.6% годовых в среднем за сентябрь до 12.6% годовых в среднем за декабрь 2008 г., см. график 4.6).

Результат «мягкой девальвации» обменного курса рубля оказался весьма неоднозначным.

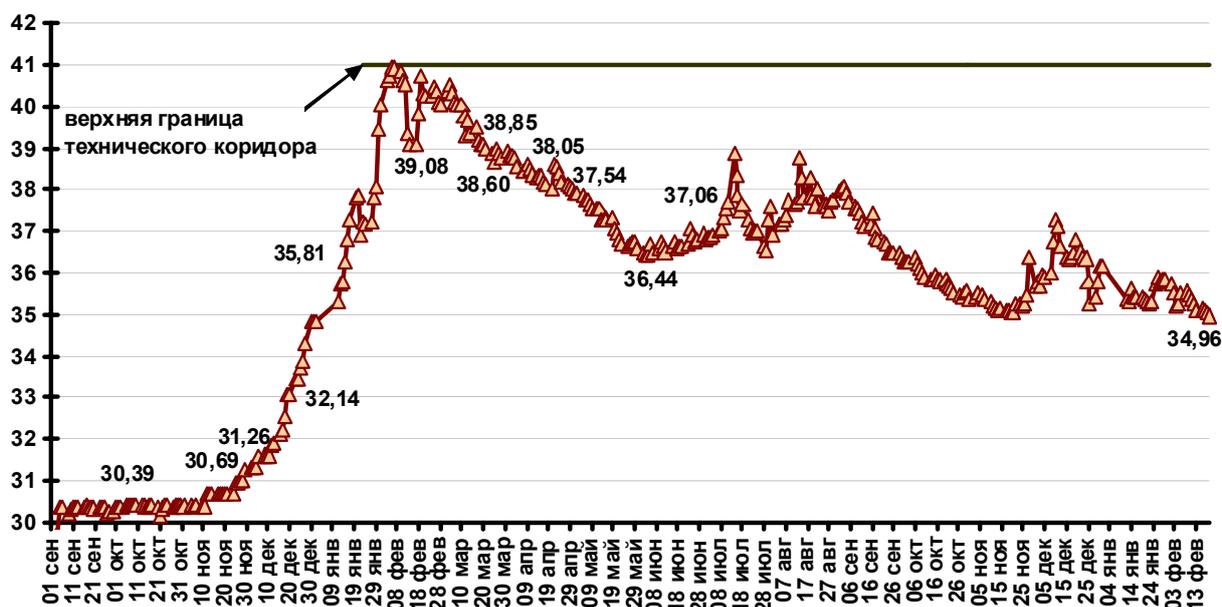
С одной стороны, вследствие растянутости процесса девальвации, ослабление национальной валюты вело не к снижению, а к дальнейшему разогреву девальвационных ожиданий. Следствием стал рекордный отток капитала и падение официальных валютных резервов (130 млрд. долл. за четвертый квартал 2008 г. – тот и другой показатель). Осуществленное Банком России повышение ставок по кредитам было неспособно ограничить масштабы спекуляций (из-за сверхвысокой эффективности спекулятивных операций), однако стимулировало удорожание кредитов для конечных заемщиков. Это придало дополнительный импульс росту «плохих долгов».

С другой стороны, стали формироваться предпосылки для повышения сбалансированности сальдо по текущим операциям. Это увеличило шансы на перелом девальвационных ожиданий в будущем.

Кроме того, благодаря растянутости девальвации удалось снизить остроту проблемы платежеспособности российских банков и компаний по внешним долгам. Последнему также способствовало предоставление Внешэкономбанком кредитов крупным российским корпоративным заемщикам на рефинансирование внешнего долга (в рамках Федерального закона «О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы Российской Федерации»).

Проблема «набегов вкладчиков» к концу этапа также была успешно решена – благодаря оперативному вмешательству в деятельность проблемных банков со стороны Агентства по страхованию вкладов. Последнее получило от Банка России значительные средства (114 млрд. руб.) на их санацию.

**График 4.5. Стоимость бивалютной корзины
(55% от стоимости доллара, 45% - евро) в рублях**



Второй этап – «перелом» (январь-март 2009 г.)

Тенденции и события. Парадокс: удачи монетарных властей на этом этапе в немалой степени стали продолжением их неудач и неоднозначных результатов на предыдущем этапе.

Сжатие внутреннего конечного спроса, включая спрос на запасы, начавшееся еще на первом этапе развития кризиса, привело к резкому падению объема импорта (в первом квартале 2009 г. - более чем на треть по отношению к аналогичному периоду прошлого года). Следует отметить, что это сжатие в значительной мере стало следствием ухудшения доступа бизнеса к кредиту.

Это совпало с переломом в динамике мировых цен на нефть: в январе 2009 г. прекратилось их падение, в последующие два месяца цены стабилизировались, хоть и на низком уровне.

Результатом этих двух изменений стал выход сальдо по текущим операциям платежного баланса в положительную область.

При этом проведенная в конце 2008-начале 2009 гг. 25%-я девальвация рубля по отношению к бивалютной корзине создавала необходимый задел прочности для сохранения данного результата в течение определенного времени.

Кроме того, многим крупным компаниям удалось сбалансировать объем своих валютных активов и валютных обязательств, а банкам – объем иностранных активов и иностранных пассивов (см. график 4.7). Как следствие, снизилась их потребность в новых покупках валюты для сохранения собственной платежеспособности.

В совокупности эти изменения создавали необходимые условия для изменения ожиданий участников рынка в отношении дальнейших перспектив обменного курса рубля.

Основной вызов, возникший перед монетарными властями на этом этапе, состоял в возможности стабилизации валютного рынка при одновременном сохранении ликвидности банковского сектора. На первом этапе развития кризиса такой возможности не было – в силу устойчивых девальвационных ожиданий участников рынка, подпитывавшихся ухудшением сальдо текущих операций и неопределенностью с погашением корпоративного внешнего долга.

Реакция монетарных властей и результат. Монетарные власти эффективно воспользовались этой возможностью, заявив в конце января о введении устойчивой верхней границы технического коридора курса бивалютной корзины к рублю на уровне 41 руб.

Это привело к перелому девальвационных ожиданий и фактическому прекращению чистого оттока капитала.

Для закрепления достигнутого эффекта Банк России продолжил политику повышения ставок по операциям с коммерческими банками, стимулируя последних к «сбросу» валюты (см. график 4.6). В условиях изменения курсовых ожиданий эта мера (в отличие от ситуации первого этапа) стала приносить эффект.

Важнейшим результатом данных изменений стала стабилизация уровня ликвидности в банковской системе – благодаря прекратившемуся оттоку капитала за рубеж.

Последнее позволило перейти к сокращению объема «чрезвычайной» поддержки ликвидности банковского сектора со стороны Банка России.

График 4.6. Процентные ставки и уровень инфляции (%)

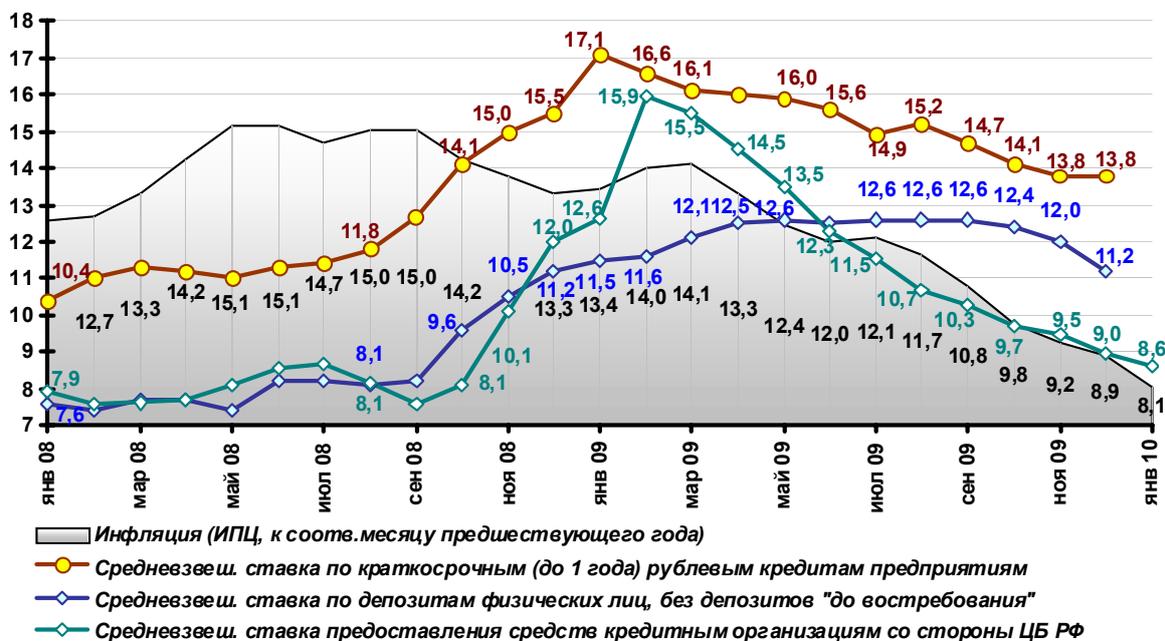
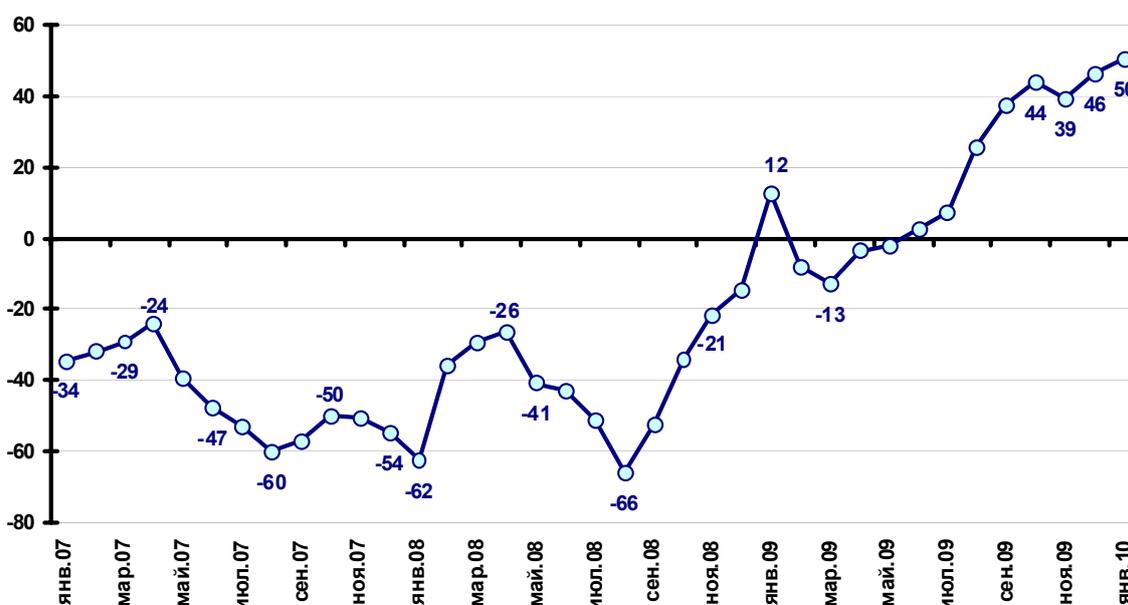


График 4.7. Чистые иностранные активы банков¹
(активы минус пассивы, на начало месяца, млрд. долл.)



¹ в состав иностранных активов включены остатки средств на валютных депозитах банков в Банке России. Эти средства служат источником формирования валютных резервов Банка России, и, таким образом, опосредованно вложены в иностранные активы. Кроме того, эти средства будучи малорисковыми и высоколиквидными, сопоставимы по данным параметрам с большей частью иностранных активов банков

Третий этап – «кризисная инерция» (с апреля 2009 г. по настоящее время)

Тенденции и события. Несмотря на произошедшую стабилизацию объема производства рост неплатежей предприятий по банковским кредитам продолжился (см. графики 4.8, 4.9).

Это было связано с тремя основными факторами (см. схему 4.1):

- неблагоприятным соотношения прибыли и долга компаний, сформировавшимся еще на предыдущих этапах кризиса (см. график 4.10);
- «проеданием» предприятиями собственного оборотного капитала;
- жесткой кредитной политикой банков. Неустойчивость доступа к кредиту в условиях дефицита у предприятий собственных оборотных средств стимулировала все новых заемщиков к отказу от погашения ранее привлеченных ссуд и займов. Жесткая кредитная политика банков, в свою очередь, явилась результатом высоких общих кредитных рисков банков и сохраняющейся неопределенности в отношении перспектив бизнеса конкретных заемщиков.

Схема 4.1. Факторы динамики «плохих долгов»



График 4.8. Доля просроченной задолженности в совокупном объеме кредитов (без учета Сбербанка и ВТБ, на конец месяца, %)

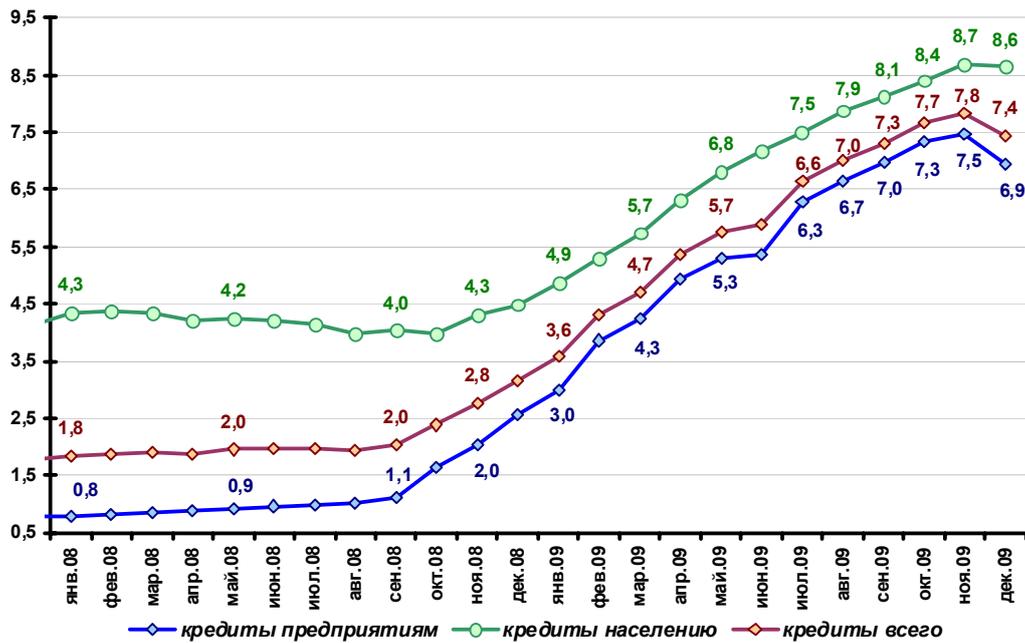
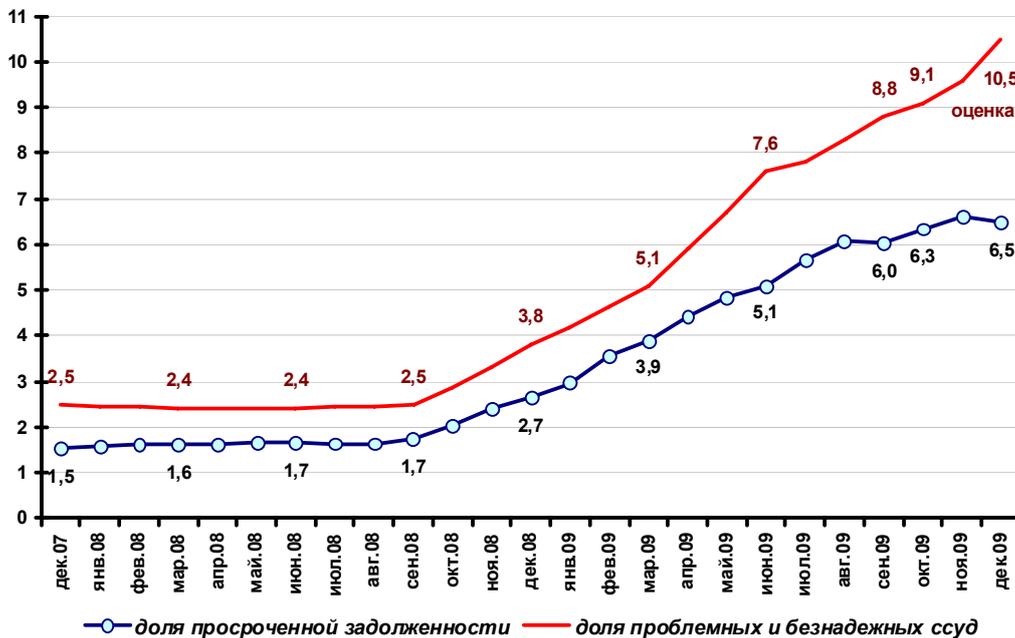


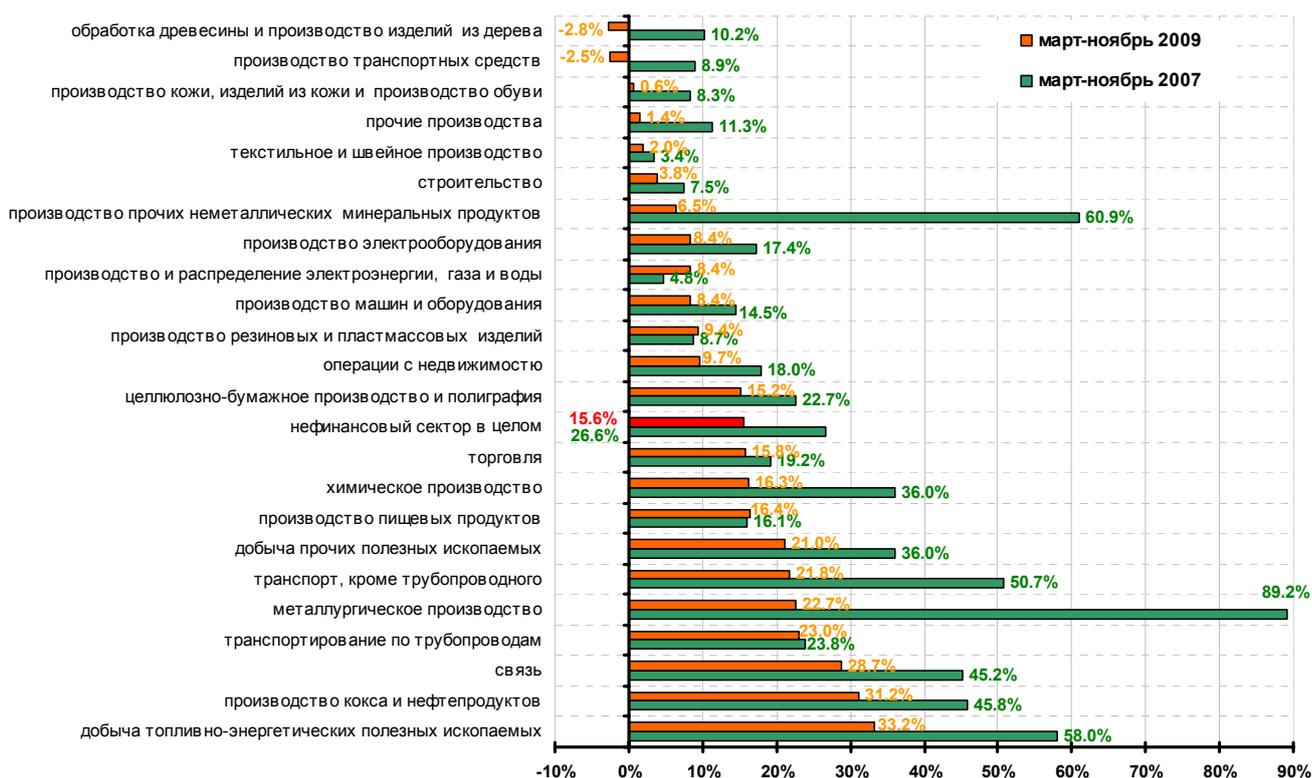
График 4.9. Доля просроченной задолженности, проблемных и безнадежных ссуд¹ в совокупном объеме кредитов (включая Сбербанк и ВТБ, на конец месяца, %)



¹ Показатель просроченной задолженности не включает в себя всей суммы необслуживаемого кредита. Он отражает только непогащенные «транши» кредита. Показатель объема проблемных и безнадежных ссуд, наоборот, отражает всю величину кредита, по которому имеется длительная задержка платежа. Дополнительным фактором, который учитывается при отнесении кредита к категории проблемных и безнадежных, является финансовое положение заемщика.

Классификация кредитов по категориям осуществляется на основании Положения Банка России №254-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, по ссудной и приравненной к ней задолженности»

График 4.10. Отношение прибыли к долгу в нефинансовом секторе (включая кредиторскую задолженность, в годовом выражении, %)



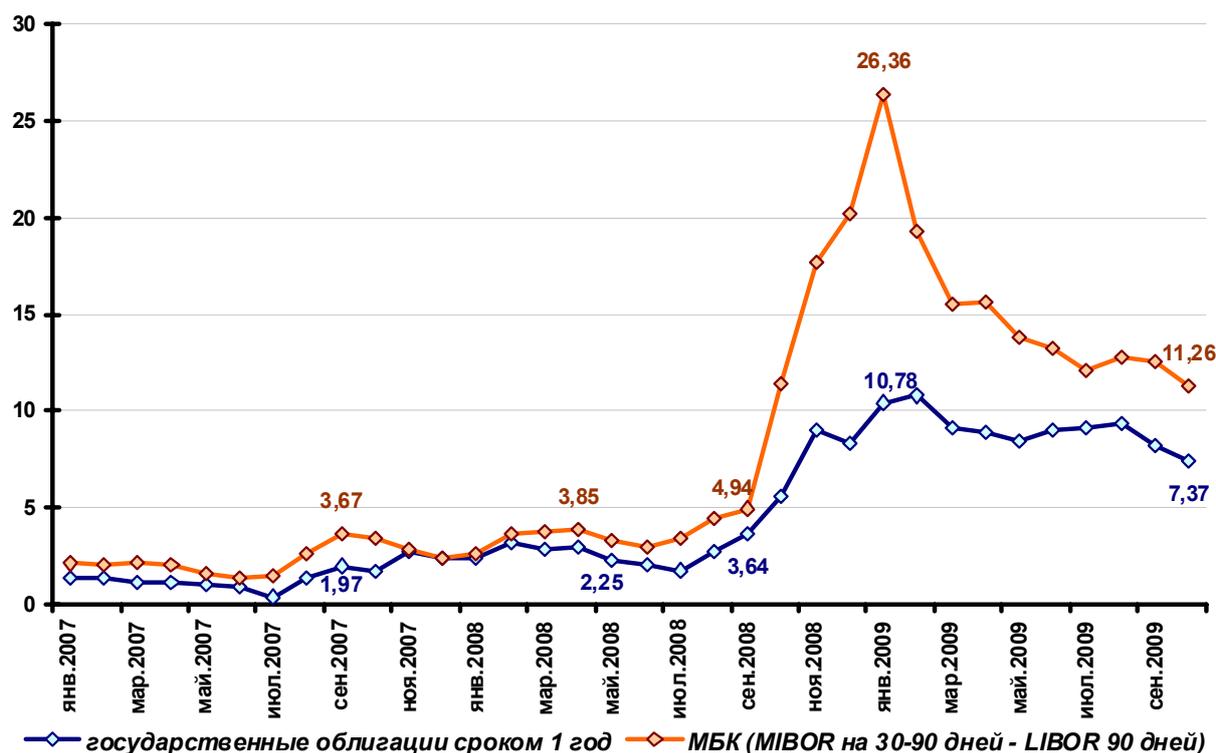
Для формирования адекватных резервов под растущую проблемную задолженность, а также поддержания достаточности капитала банки нуждались в резком расширении инвестиций в собственный капитал. Однако возможности собственников банков по оказанию поддержки в условиях кризиса резко сузились.

Это создавало риски падения капитализации значимого числа банков ниже уровня, допустимого с точки зрения норматива достаточности капитала.

Параллельно с этим процессом начался приток спекулятивных капиталов на рынки высоколиквидных финансовых активов (государственные и высоконадежные корпоративные ценные бумаги), повышающий риски надувания новых «пузырей»:

- стабилизация рубля привела к поиску российскими инвесторами новых сфер доходного размещения свободных средств;
- высокие кредитные риски препятствовали вовлечению этих средств в кредитование реального сектора;
- относительная стабильность курса при высоком дифференциале ставок (см. график 4.11) сделала привлекательным рынок рублевых государственных обязательств для спекулятивных внешних инвесторов.

График 4.11. Дифференциал процентных ставок между инструментами внешних и внутренних рынков (проц. пунктов)



Основной вызов, возникший перед монетарными властями на этом этапе, был связан с угрозой взаимосвязанного нарастания процессов падения качества кредитного портфеля, декапитализации банков и корпоративных банкротств.

Эта угроза состояла в том, что, пытаясь выручить средства, замороженные в «плохих долгах», банки, сталкивающиеся с дефицитом собственного капитала, форсирует запуск процедур банкротств компаний-должников. Это делает невозможным маскировку плохого качества долгов данных компаний для других банков. Последнее приведет к падению капитализации существенно более широкого круга банков и дальнейшему разрастанию проблемы.

В качестве вызова «второго уровня» возник риск притока спекулятивных капиталов, надувания пузырей на финансовых рынках с последующей новой дестабилизацией валютного рынка.

Реакция монетарных властей и результат. Наиболее радикальным ответом на угрозу падения качества активов, декапитализации банков и роста корпоративных банкротств могло бы стать создание «плохого банка» - специального института, занимающегося приобретением у кредитных организаций проблемных активов. Создание подобного рода институтов является распространенной практикой в процессе разрешения кризисов «плохих долгов» (в ходе текущего глобального кризиса: Германия, Ирландия, Казахстан; близкие аналоги – США, Швейцария, Великобритания и др.).

Однако российские монетарные власти не решились пойти на этот шаг, опасаясь рисков недобросовестного поведения банков и их заемщиков, а также ошибок оценки стоимости приобретаемых активов.

В конечном счете, ответом монетарных властей на данную угрозу стало:

- внесение средств государства в капиталы коммерческих банков - прежде всего, посредством предоставления им субординированных кредитов Внешэкономбанка. При этом совокупный объем предоставленных монетарными властями средств в 2008-2009 гг. достиг 1.1 трлн. руб.;
- смягчение надзорных требований к классификации ссуд, позволяющее банкам «приукрашивать» качество активов и экономить на создании резервов под будущие потери²³. Кроме того, такое смягчение стимулировало банки к пролонгированию кредитов заемщикам, не способным обеспечить своевременное погашение долга;
- комплекс мер, стимулирующих предоставление кредитов системообразующим и стратегическим предприятиям (государственные гарантии по кредитам, «увещевания» банков с госучастием к наращиванию кредитных портфелей, рефинансирование Банком России долговых обязательств предприятий);
- снижение ставки рефинансирования Банка России – с целью стимулировать смягчение кредитной политики банков и снизить стоимость обслуживания долга для конечных заемщиков.

Снижение ставки рефинансирования Банка России также преследовало цель дестимулирования притока трансграничных спекулятивных капиталов.

Отмеченные меры оказались успешными только частично. Поддержка капитализации банковской системы и ослабление требований к оценке качества ссуд позволили избежать падения показателей достаточности капиталов нескольких (19) системно-значимых банков. Средний показатель достаточности капитала по банковской системе увеличился за 2009 г. с 16.8% до 20.9%. Среднее отношение собственного капитала к активам банков за тот же период повысилось с 10.9% до 12.6% (без учета полученных субординированных кредитов, см. график 4.12).

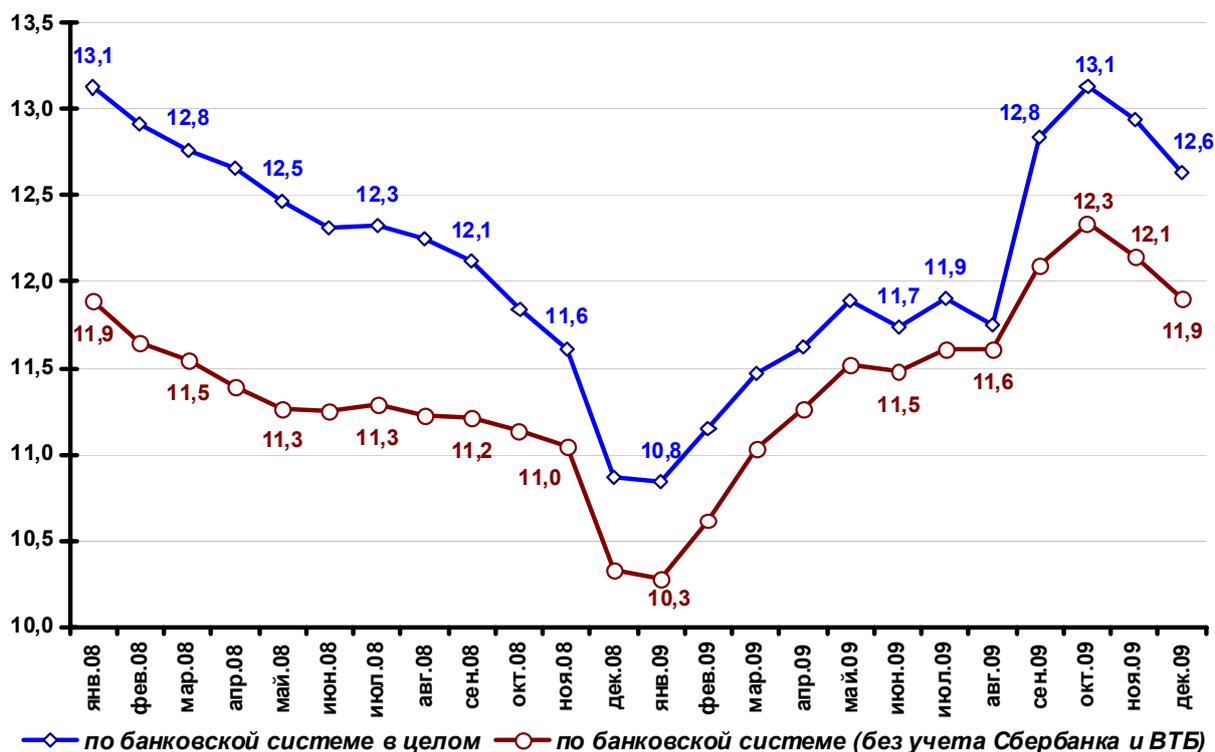
Послабления в оценке качества ссуд создали благоприятные условия для пролонгирования кредитов проблемным должникам, что снизило риски корпоративных банкротств. Однако ценой этого стал отказ от реальной реструктуризации долга, а также от стимулирования заемщиков к финансовому оздоровлению. Тем самым проблемы избыточной долговой нагрузки на них были перенесены на более длительную перспективу.

²³ В рамках Указания Банка России 2156-У от 23.12.08.

Попытки монетарных властей разблокировать «кредитный тромб» не привели к значимым результатам. Эффективность механизма предоставления государственных гарантий и рефинансирование Банком России долговых обязательств предприятий оказалась ограниченной из-за проблем адекватной оценки уровня риска.

Попытки удешевить заимствования для предприятий и населения путем уменьшения ставки рефинансирования оказались во многом нивелированы ростом «премии за риск», включаемой банками в ставку по кредитам конечным заемщикам.

**График 4.12. Отношение собственного капитала¹ банков к активам
(на конец месяца, %)**



¹ Без учета полученных субординированных кредитов

* * *

В конце 2009 г. появились признаки улучшения ситуации на кредитном рынке, говорящие о приближении финансового сектора к **выходу из кризиса**.

- В декабре впервые с начала кризиса произошло уменьшение объема просроченной задолженности предприятий по банковским кредитам, затронувшее широкий круг банков (в целом по банковской системе оно составило 4,6%).
- Доля предприятий, имеющих нормальный доступ к кредиту, согласно опросам ИЭПП, превысила половину (декабрь 2009 г.: 54%, в декабре 2008 г.: 17%)

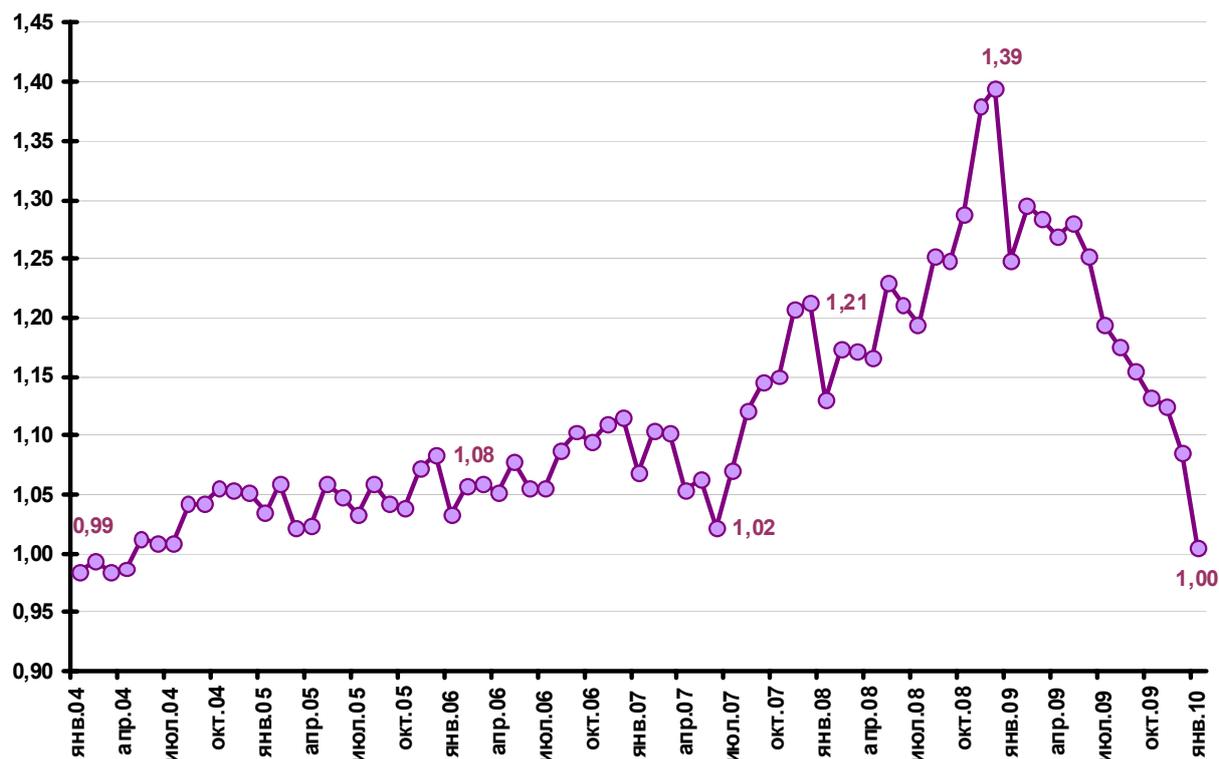
К настоящему времени сформировались следующие предпосылки для перехода к оживлению на кредитном рынке.

- В первом приближении произошла «сортировка» корпоративных заемщиков на устойчивых и проблемных. Индикатором этого является выход в большинстве отраслей соотношения убытка убыточных предприятий к прибыли прибыльных на докризисные уровни. Также произошла локализация ограниченного числа секторов с устойчиво высокой долей убыточных компаний (лесопромышленный комплекс, строительный комплекс, производство и продажа транспортных средств). Произошедшая «сортировка» заемщиков позволяет банкам более четко структурировать свою кредитную политику, предлагая устойчивым заемщикам все более мягкие условия кредитования, а в отношении проблемных проводя списания и реструктуризацию долга. Важным позитивным следствием возросшей определенности является то, что теперь у банков нет необходимости закладывать значительную «премию за риск» в процентную ставку для всех категорий заемщиков.
- Банки в основном завершили период нормализации уровня кредитной нагрузки на свои балансы, приведения в соответствие объем выданных кредитов с объемом привлеченных депозитов и счетов. К началу 2010 г. отношение кредитов к депозитам и текущим счетам (loans-to-deposits ratio, LDR, см. график 4.13), упало до 1.0, что соответствует уровню 2004 г., т.е. периоду, предшествовавшему «перегреву» кредитного рынка. Это означает, что уже достаточно скоро банковский сектор будет готов перейти к наращиванию объема кредитного портфеля.

С учетом этого становится реальной перспектива перехода от сжатия к расширению работающего (непроблемного) корпоративного кредитного портфеля банков примерно во втором квартале текущего года.

Что касается проблемных долгов, то прекращение их роста ожидается в более поздние сроки – не ранее середины текущего года.

График 4.13. Отношение кредитов к депозитам и текущим счетам (на конец месяца)



4.3. Действия монетарных властей: уроки кризиса

Возможности монетарных властей по ограничению деструктивного воздействия кризиса были объективно ограничены – как в силу значительности накопленных в предкризисный период макроэкономических диспропорций, так и в силу ряда особенностей институциональной среды, ярко высвеченных кризисом.

Текущий кризис показал: чтобы быть эффективной, антикризисная стратегия монетарных властей должна учитывать следующие обстоятельства.

Первое: ключевая роль фактора ожиданий рыночных агентов. Если рынок не верит в способность монетарных властей «переломить ситуацию», никакие, даже самые масштабные меры не смогут привести к улучшению. Примеры: кризис ликвидности в банковском секторе осенью 2008 г., вызванный девальвационными ожиданиями; неудачные попытки стабилизировать фондовый рынок в октябре 2008 - январе 2009 г. посредством государственных интервенций; сжатие кредитования предприятий в 2009 г. - несмотря на предоставление государственных гарантий, рефинансирование Банком России долгов системообразующих компаний, «политику увещаний» (window guidance) по отношению к крупнейшим банкам и др.

Если рынок верит в реализуемость намерений властей, то может оказаться достаточно самих заявлений о намерениях. В качестве примера можно привести стабилизацию обменного курса рубля в конце января 2009 г. вскоре после заявления Банка России об установлении

устойчивой верхней границы «технического коридора» стоимости бивалютной корзины на уровне 41 руб. При этом стабилизация была достигнута практически без каких-либо интервенций на валютном рынке.

Рецепт эффективности антикризисных действий, вытекающий из данного обстоятельства, кратко можно сформулировать так: «следует срывать только созревший плод».

Второе: основным «генератором» позитивных и негативных ожиданий для российских банков, предприятий и населения является ситуация на внешних рынках товаров и капитала. Из этого следует правило «внешнеэкономического фатализма»: в случае фундаментального (устойчивого) изменения условий на данных рынках переход от кризиса к стабилизации не сможет начаться без достижения внешнеэкономической сбалансированности на новом уровне. Это, в частности, означает исключительную значимость гибкости курсовой политики в случае возникновения серьезных внешних шоков.

Третье: финансовый сектор является ключевым мультипликатором воздействия кризиса на экономику. Относительно небольшие колебания ликвидности в банковской системе, начавшиеся в августе 2008 г., вызвали снежный ком негативных последствий - рост «плохих долгов» - проблемы расчетов между предприятиями – «уход» предприятий в ликвидность, сопровождающийся сокращением производственных запасов и уменьшением спроса по технологическим цепочкам и т.д.

Отсюда - важность оперативной и даже превентивной поддержки финансового сектора для предотвращения перехода кризиса на качественно новый уровень. Следует отметить, что антикризисные меры, реализовавшиеся в 2008-2009 гг., в целом, соответствовали этому правилу.

Четвертое: в силу низкого уровня взаимного доверия банков и предприятий даже умеренные стрессы способны полностью парализовать рыночные механизмы перераспределения ликвидности и капиталов. Так, например, произошло с рынком межбанковского кредитования и краткосрочного корпоративного кредитования в первые месяцы развития кризиса.

Отсюда российские монетарные власти должны быть готовы задействовать механизмы прямой финансовой поддержки банков и компаний, или, что более желательно - поддержки через механизмы частно-государственного партнерства. Примерами использования таких механизмов в ходе последнего кризиса являются санация АСВ проблемных банков с привлечением стратегических частных инвесторов, а также предоставление государственных гарантий по банковским кредитам системообразующим предприятиям для решения задач их развития и финансовой стабилизации

К сожалению, низкая прозрачность структуры собственности и управления поддерживаемых банков и компаний позволили использовать такие механизмы только в ограниченном масштабе.

Отсюда, повышение прозрачности системообразующих компаний и банков - один из ключевых рычагов обеспечения эффективности антикризисной политики в перспективе.

Пятое: российские компании имеют слабые мотивации к решению проблем долгосрочной финансовой устойчивости. Как показал опыт корпоративных дефолтов 2008-2009 гг., финансовые стрессы зачастую стимулируют собственников российских компаний к выводу части активов в аффилированные структуры и провоцированию собственных банкротств. В условиях заметного ослабления финансовых ограничений наблюдается другая крайность - компании склонны приостанавливать запущенные в период кризиса процессы реструктуризации бизнеса и снижения уровня издержек.

С учетом этого, как слишком быстрое, так и слишком медленное разблокирование «кредитного тромба» ведет к тому, что кризис не может исполнить свою позитивную роль: стимулировать повышение эффективности производства. Это делает важным «тонкую настройку» монетарными властями процесса посткризисного смягчения кредитной политики банков.

4.4. Промежуточные итоги кризиса

Процесс устранения макроэкономических диспропорций, ставших одной из ключевых причин кризиса, пока находится в самом начале. Это означает, что в финансовом секторе в перспективе ближайших нескольких лет сохранится достаточно высокий уровень системных рисков, который будет формировать опасность рецидива кризисных процессов.

В первую очередь, это относится к сбалансированности доходов и расходов сектора нефинансовых предприятий, а также к уровню долговой нагрузки в этом секторе.

В ходе кризиса среднее *отношение прибыли к долгу* у нефинансовых предприятий ухудшилось более чем вдвое. Однако к концу 2009 г., благодаря начавшейся оптимизации издержек и частичному обмену долгов предприятий на собственность ситуация несколько улучшилась. С учетом складывающихся трендов, можно ожидать, что в 2010 г. соотношение прибыли и долгов предприятий также несколько повысится по сравнению с уровнем 2009 г. Правда, она все равно окажется ниже докризисного уровня, не говоря о показателях, существовавших до «перегрева» кредитного рынка (см. график 4.14).

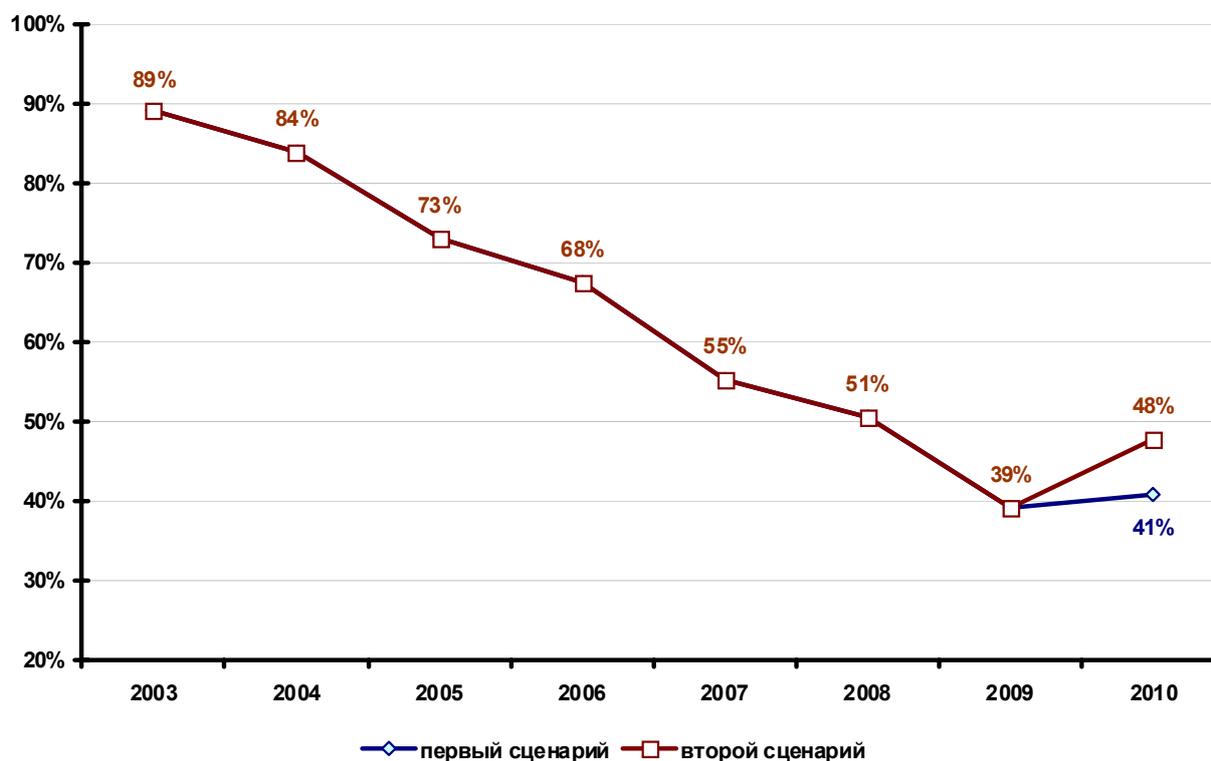
Для того, чтобы реальный сектор смог успешно адаптироваться к этому уровню долга, потребуется существенное удлинение сроков заимствований.

Сохраняется достаточно обширная группа крупных компаний, у которых отношение прибыли к долгу таково, что для сохранения платежеспособности им может потребоваться

новый перенос сроков погашения ранее пролонгированной задолженности, либо списание кредиторами части долга. Эта группа, концентрирующая «застойную» задолженность, и станет основным источником системных кредитных рисков финансового сектора.

Вместе с тем уже произошла «кристаллизация» групп корпоративных заемщиков, имеющих низкий уровень долговой нагрузки и поэтому привлекательных для привлечения новых банковских кредитов. Потенциально они могут стать центрами устойчивого роста, притягивающими капиталы, трудовые ресурсы и наиболее перспективные производственные активы.

График 4.14. Отношение валовой прибыли к долгу нефинансового сектора (без учета кредиторской задолженности, %)



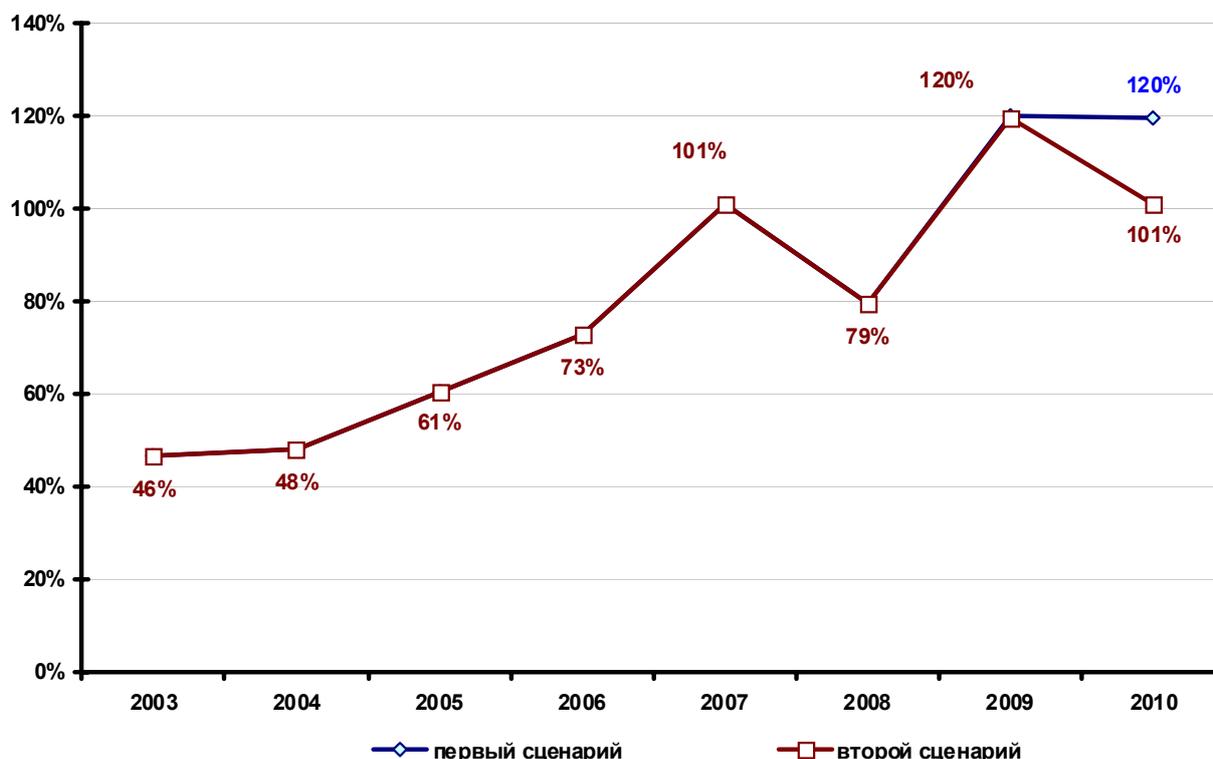
Под влиянием кризиса на внешних долговых рынках с конца 2008 г. началось сокращение объема внешнего корпоративного долга. Это создавало предпосылки для ослабления напряженности проблемы высокой внешней долговой нагрузки на негосударственный сектор.

Однако со второго квартала 2009 г. этот болезненный, но необходимый для фундаментального оздоровления ситуации процесс приостановился. Последнее в значительной мере было связано с завершением глобального кризиса ликвидности, что привело к оживлению притока долговых капиталов на ключевые развивающиеся рынки, включая российский.

По итогам 2009 г. отношение внешнего долга негосударственного сектора к экспорту товаров и услуг достигло максимального за весь период наблюдений уровня – около 120%. При этом в 2010 г. даже при высоком уровне экспортных цен это соотношение вряд ли уменьшится ниже уровня 100%, то есть уровня предкризисного периода (см. график 4.15).

Перспективы дальнейшего снижения уровня внешней долговой нагрузки на экономику будут зависеть от устойчивости динамики обменного курса, роста объема сбережений, аккумулируемых российским банковским сектором, и успешности развития институтов финансового сектора.

График 4.15. Отношение внешнего долга негосударственного сектора к экспорту товаров и услуг (%)



Кризис дал старт процессу коррекции платежеспособного спроса населения на кредит (см. график 4.16), одновременно снизил склонность к потреблению и усилил сберегательные мотивации. О последнем, в частности говорит интенсивный рост объема вкладов населения в банках в 2009 г., который достаточно близок к показателям докризисного периода (27% в 2009 г. против 35% в докризисный 2007 г., см. график 4.17).

Благодаря этому произошло улучшение *соотношения между депозитной базой банков и выданными кредитами* (см. график 4.13). Последнее способствует поддержанию ликвидности банковского сектора, а также уменьшению его зависимости от привлечения средств на внешних рынках.

Это, в свою очередь, создает определенный потенциал для сдерживания роста внешнего негосударственного долга. Возможность реализации данного потенциала будет определяться готовностью государства к проведению политики стимулирования развития отечественного финансового сектора.

График 4.16. Кредиты населению (темпы прироста, %)

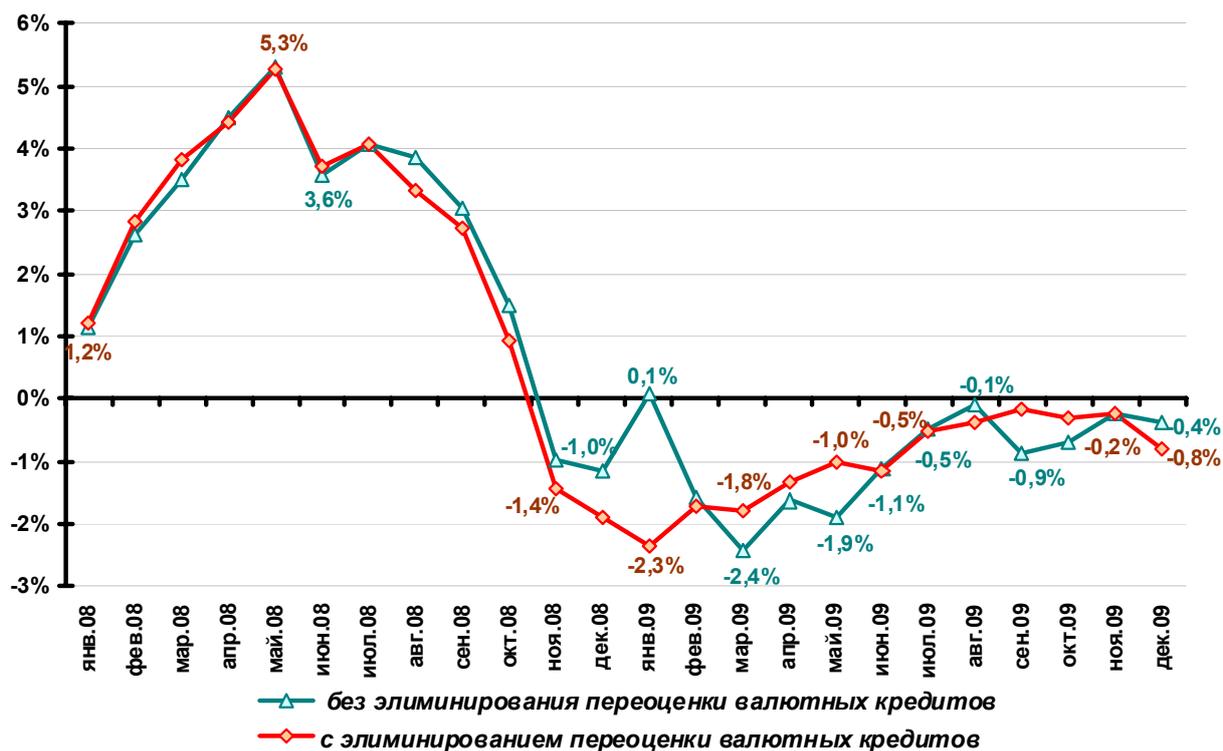
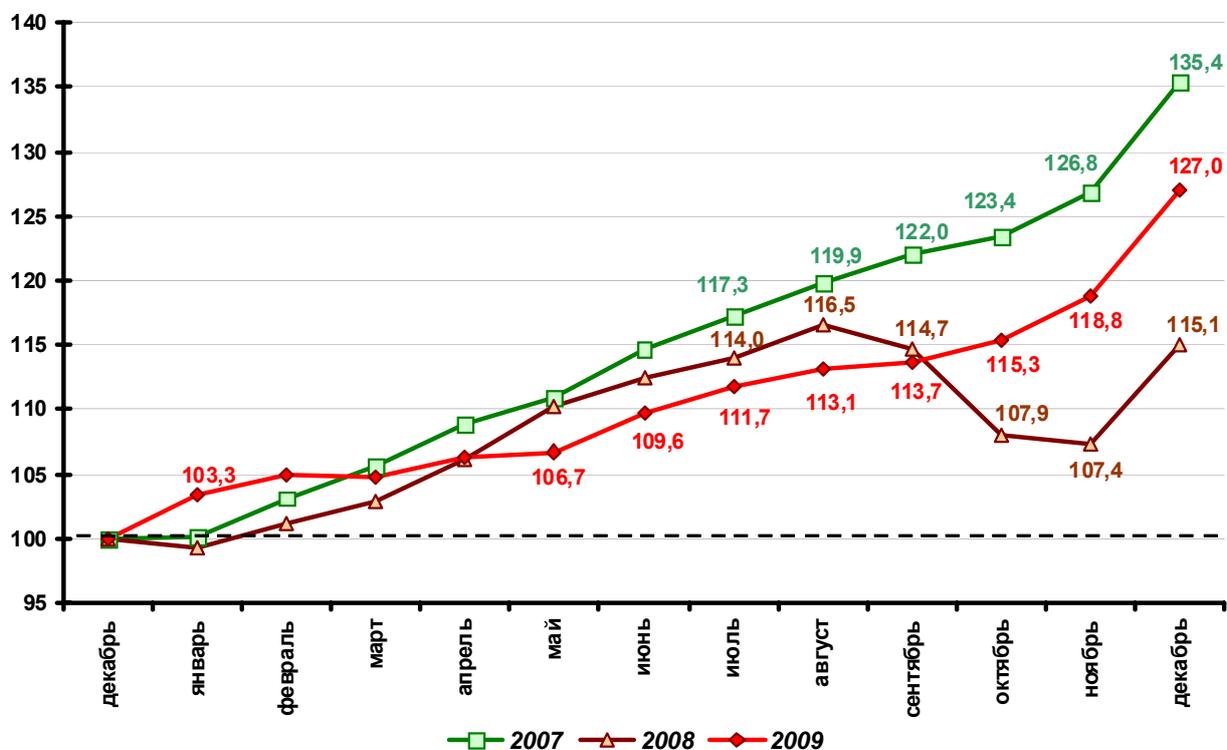


График 4.17. Вклады населения (на конец месяца, декабрь=100%)



Важным результатом кризиса стал ряд позитивных *изменений в структуре и институтах финансового сектора*. Последние, при условии проведения стимулирующей государственной политики может повысить конкурентоспособность российского финансового сектора и, как следствие, уменьшить зависимость экономики от привлечения внешних заимствований.

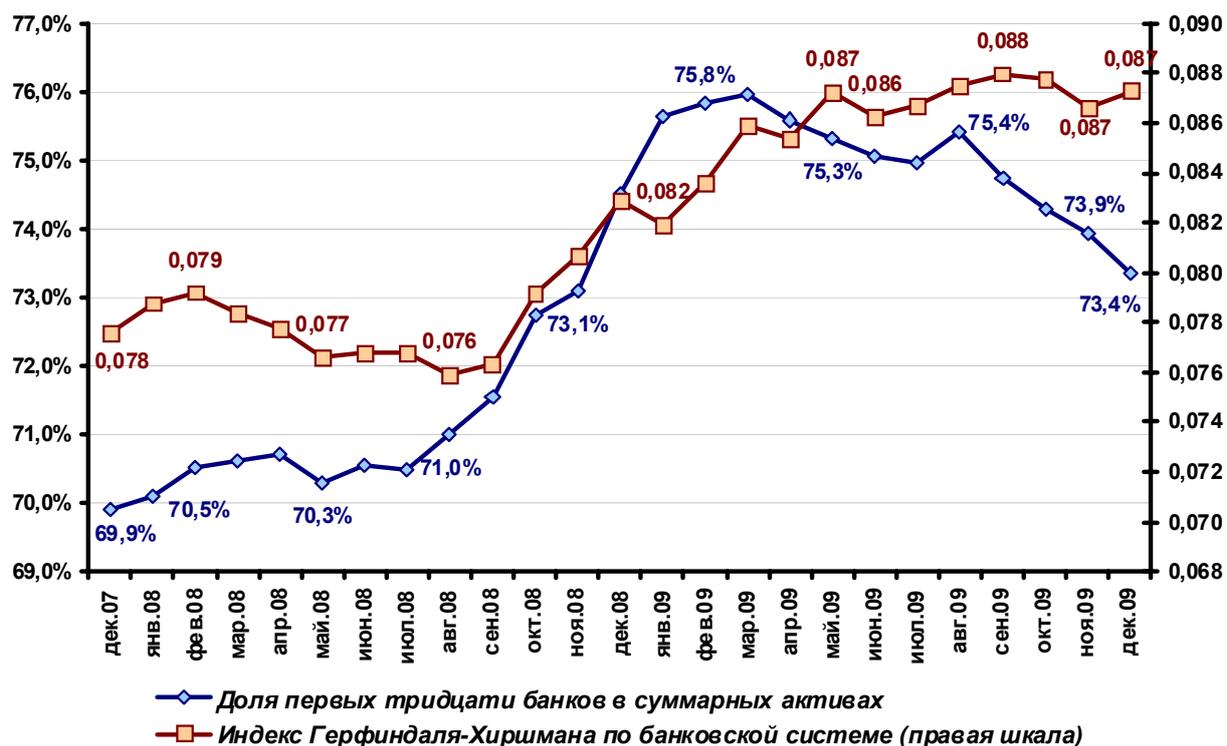
Речь идет о следующих изменениях:

- развитие рынка синдицированных кредитов с участием российских банков;
- развитие внутреннего рынка корпоративных облигаций (см. Приложение 2);
- повышение уровня концентрации банковского сектора.

Так, доля 30-ти крупнейших банков возросла с 71% на начало сентября 2008 г. до 74% к концу 2009 г., коэффициент Герфиндаля-Хиршмана за тот же период – с 0,075 до 0,086 (см. график 4.18).

В случае сохранения этой тенденции повысится способность российских кредитных организаций предоставлять крупные кредиты корпоративным заемщикам. Это улучшит их позиции в конкуренции с зарубежными кредиторами российских компаний.

График 4.18. Показатели концентрации активов банковского сектора



5. Развитие российской экономики в 2010-2011 гг.: контуры среднесрочного прогноза

5.1. Сценарии развития

Важнейшими факторами неопределенности для среднесрочного развития российской экономики, являются, с одной стороны, возможная продолжительность кризиса мировой экономики, с другой – поведение российских компаний.

1. Хотя в настоящее время, практически, сложился консенсус относительно того, что мировая экономика «в целом» выходит из экономического кризиса (и, соответственно, перейдет к фазе экономического роста уже в 2010-2011 гг.), в пределах среднесрочного периода сохраняется неопределенность перспектив развития, связанная как с траекторией этого выхода, так и с его сроками.

Врезка 5.1. О прогнозе развития мировой и европейской экономик, выполненном Европейской экономической сетью (European Economic Network - EUREN) в январе 2010 г.

Согласно прогнозу EUREN, предполагается, в целом, оптимистичный сценарий развития мировой и европейской экономик в 2010 г.

- *объем мировой торговли, снизившейся в 2009 г. на 13%, в 2010 г. увеличится на 7%;*
- *экономический рост в США составит 2.6% (2009 г. - -2.5%), в зоне евро – 1.3% (2009 г. - -4.0%), в Японии – 1.3% (2009 г. - -5.4%), Китае – 9.5% (2009 г. – 8.5%);*
- *среднегодовые цены на нефть (Brent) возрастут на треть, с 61 долл. за баррель в 2009 г. до 82 долл. за баррель в 2010 г.;*
- *курс евро/доллар останется практически на уровне 2009 г. – 1.42 долл. за евро (2009 г. – 1.40 долл. за евро в среднем за год).*

Источник: EUREN Newsletter № 2/2010 – February 9, 2010

Эта неопределенность, в свою очередь, усиливается в связи с разворачиванием нескольких процессов.

События конца 2009 – начала 2010 гг. продемонстрировали слабость восстановительного роста в ЕС. Это относится и к экономикам европейской периферии (Греция, Испания, Португалия), где сложилась угроза полномасштабного кризиса государственных финансов, и

к развитым экономикам. Так, по уточненным данным, сообщения об окончании рецессии в Германии и Франции оказались преждевременными.

В то же время, в силу перенапряженности бюджетов европейских стран, обсуждается вопрос о завершении программ бюджетного стимулирования экономик – возможно, даже в первом полугодии текущего года. Соответственно, возможность необоснованно раннего прекращения использования антикризисных мер в развитых странах (в интересах стабилизации бюджетных систем), что способно вызвать затяжку экономической стагнации – является одним из наиболее существенных макроэкономических рисков в 2010 г.

Определенные признаки нестабильности на глобальных рынках были отмечены уже в начале 2010 г. С одной стороны, приостановилось ослабление доллара относительно евро. С другой стороны, прекратился рост мировых цен на нефть (в значительной степени определяемый как раз ослаблением доллара) и даже наметилось их некоторое снижение.

Таким образом, в настоящее время, в результате финансового кризиса в Южной Европе, наметился перелом сложившихся тенденций:

- вместо повышения цен на нефть наметилось их снижение;
- вместо усиления евро относительно доллара происходит его ослабление (причем, если будет принят пакет финансовой помощи Греции – тем более, и другим «проблемным» странам –ослабление продолжится).

Насколько данные новые тенденции стабилизируются, или речь идет лишь о сугубо временном «сбое», пока неясно.

Одновременно наметились определенное осложнение ситуации со спросом Китая на сырьевые ресурсы. Так, в Китае признано целесообразным завершить формирование Металлического фонда. В прошедшем году (особенно, во втором полугодии) спрос со стороны Китая был важнейшим фактором, обеспечившим спрос на сырье на глобальном рынке. Насколько быстро будет реализовано это решение (пока формирование Фонда продолжается в высшей степени интенсивно) и, в случае его реализации – что произойдет со спросом и ценами на металл, пока не ясно.

Учитывая сообщения о перегреве отдельных сфер китайской экономики (в частности, кредитного рынка), принятие государством мер по ее «охлаждению», существует дополнительный риск снижения спроса со стороны Китая на сырье и, соответственно – цен на него.

2. Неопределенность связана с возможными действиями российских компаний в условиях сохраняющегося дефицита оборотных средств.

В настоящее время (рубеж 2009-2010 гг.) продолжается кризисная коррекция фонда оплаты труда. Она происходит, главным образом, путем сокращения занятости на предпри-

ятях – причем, на фоне растущей заработной платы (причем, растущей даже в реальном выражении, то есть быстрее инфляции).

Возникает неопределенность – заканчивается ли эта трансформация (с учетом общей стабилизации в экономике) – или она продлится еще как минимум, полгода.

Отсюда, в принципе возможно четыре сценария на среднесрочную перспективу.

Затяжная стагнация в мире с падением цен на сырье плюс завершение коррекции оплаты труда в России

«Высокий» вариант:

Завершение стагнации мировой экономики, завершение коррекции фонда оплаты труда в России

«Низкий вариант»:

Затяжная стагнация в мире с падением цен на сырье плюс продолжение коррекции оплаты труда в России

Завершение стагнации мировой экономики, продолжение коррекции оплаты труда в России

Разумеется, ситуация на глобальных рынках во многом определяет и положение в российской экономике. Для дальнейшего анализа выбраны два полярных варианта.

«Высокий» вариант предусматривает поступательный выход глобальной экономики из депрессии при сохранении высокого спроса на сырьевые товары и растущих цен на них.

Быстрый выход мировой экономики из рецессии будет сопровождаться одновременно расширением доходов компаний и смягчением денежной политики. С учетом общего оживления спроса как на внешних, так и – на внутренних рынках, можно ожидать улучшения финансового положения компаний и, в итоге, завершения оптимизации оплаты труда. Соответственно, кризис в российской экономике станет быстро завершаться, включая начало интенсивного расширения потребительского и инвестиционного спроса (подробнее см. ниже).

В рамках «низкого» варианта предполагается затягивание рецессии мировой экономики, как минимум, до середины 2010 г. Сохранение умеренных цен на сырьевых рынках (тем более, их возможное снижение) приведет к тому, что финансовое положение компаний улучшаться не будет. В такой ситуации высоко вероятной является очередная волна коррекции фонда оплаты труда в российских компаниях.

Необходимо подчеркнуть, что оба сценария в равной мере будут реализовываться в условиях сокращения государственных расходов, отчасти обусловленного меньшим масштабом антикризисных мер, отчасти – началом, как ожидается, на длительный срок, режима экономии бюджетных расходов (из-за исчерпания резервных фондов бюджета на фоне роста пенсионной нагрузки на бюджет).

5.2. Результаты прогнозных расчетов

«Высокий» вариант прогноза характеризуется следующими важнейшими внешними условиями:

- в глобальной экономике продолжится тенденция поступательного выхода из кризиса (см. график 5.1), в том числе, за счет роста экономик Еврозоны и, возможно, США;
- в силу более жесткой монетарной политике в Европе (в том числе, более высоких процентных ставок) продолжится укрепление евро относительно доллара. В 2010-2011 гг. курс доллара к евро стабилизируется на уровне порядка 1.45-1.5 долл. за евро (см. график 5.2).
- итогом восстановления европейских экономик (включая и их относительно энергоемкие сегменты), причем на фоне ослабления доллара США и продолжения бюджетного стимулирования экономик большинства стран, ведущего к повышению нагрузки на рынки товарных инструментов, станет рост цен на нефть. В 2010-2011 гг. она составит 80-85 долл. за баррель с тенденцией к умеренному росту (см. график 5.3).

График 5.1. Темпы прироста мирового ВВП (%)

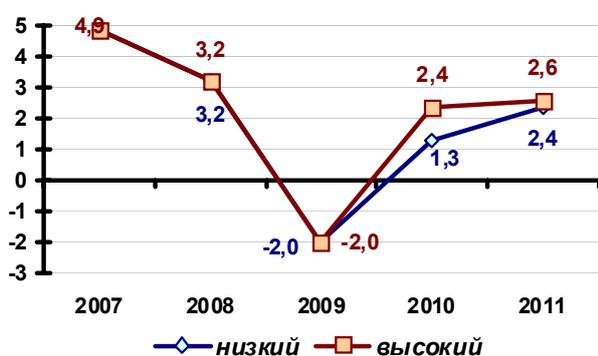


График 5.2. Динамика обменного курса доллара (долл. за евро)

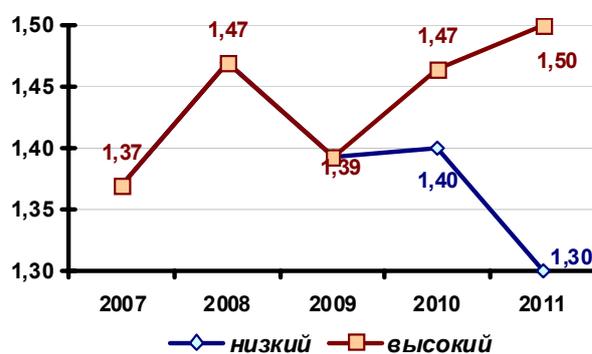
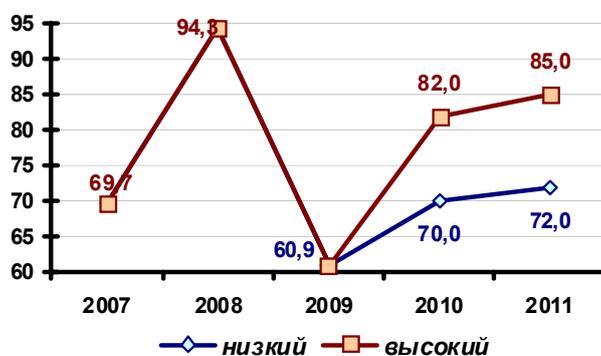


График 5.3. Уровень мировых цен на нефть (Urals, долл. за баррель)



В российской экономике благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура создаст условия для возобновления экономического роста.

Необходимо отметить следующие особенности этого роста.

Первое: **доходы и потребление населения**. Ожидается окончание реформирования оплаты труда. Соответственно, начиная с первого полугодия уровни реальной заработной платы и потребления населения стабилизируются (см. график 5.4), с тенденцией к оживлению (с учетом эффекта низкой базы в первом полугодии, в 2010 г. ожидается расширение оборота розничной торговли на 5.8%, см. график 5.8).

При этом, в силу достаточно жестких бюджетных ограничений для компаний в обозримой перспективе уже не повторится сверхускоренное повышение реальной заработной платы. Так, в предкризисный период она росла в два-три раза быстрее производительности труда, что было возможно только в результате интенсивного притока в российскую экономику доходов от очень благоприятной внешней конъюнктуры. Этот приток позволял российским компаниям интенсивно и быстро наращивать и инвестиции в основной капитал, и реальную заработную плату.

Сейчас условия в российской экономике совершенно иные. С одной стороны, уровень доходов от внешнеэкономической деятельности – ниже, чем в предыдущие годы. С учетом снижения банковского кредитования, это означает необходимость жесткого выбора между направлениями использования финансовых ресурсов компаний. Соответственно, сверхбыстрый рост заработной платы будет противоречить задачам расширения инвестиций. И рост реальной заработной платы будет происходить практически в меру повышения производительности труда (см. график 5.5).

Аналогично, в силу замедления потребительского кредитования уменьшится разрыв между потреблением и доходами населения. Соответственно, динамика товарооборота в перспективе не превысит 4-6% в год (а в докризисный период отмечался двузначный рост товарооборота).

График 5.4. Динамика важнейших макроэкономических показателей в 2010 г. («высокий» вариант, темпы прироста к соответств. кварталу предш. года, %)



График 5.5. Эластичность реальной заработной платы по производительности труда

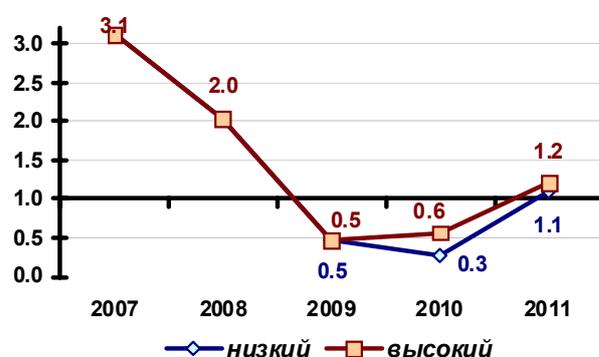


График 5.6. Динамика реальной заработной платы (темпы прироста, %)

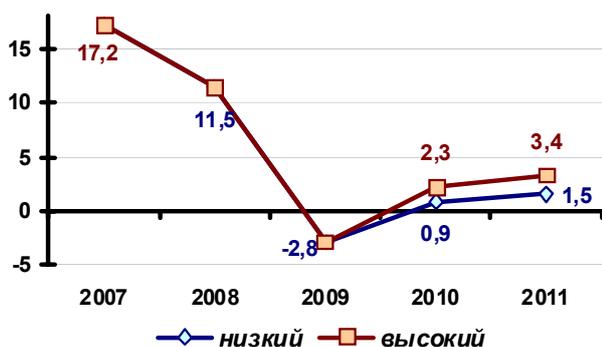


График 5.7. Динамика реальных располагаемых доходов населения (темпы прироста, %)

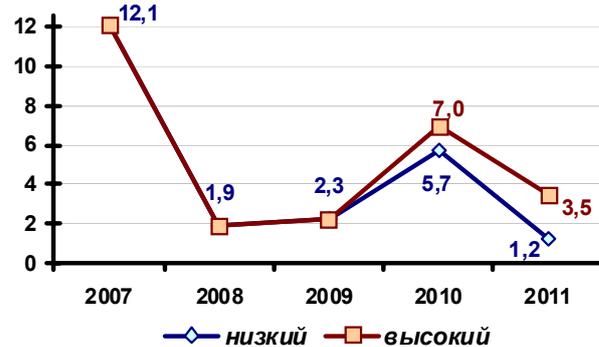


График 5.8. Динамика оборота розничной торговли (темпы прироста, %)

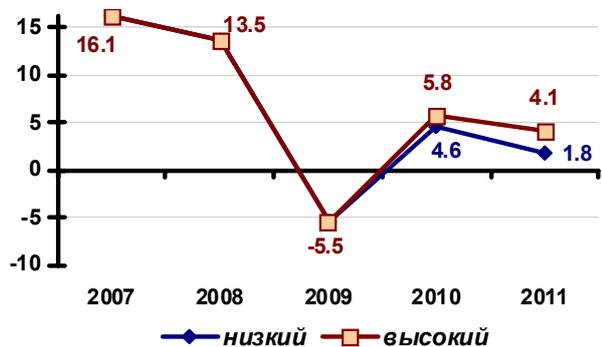
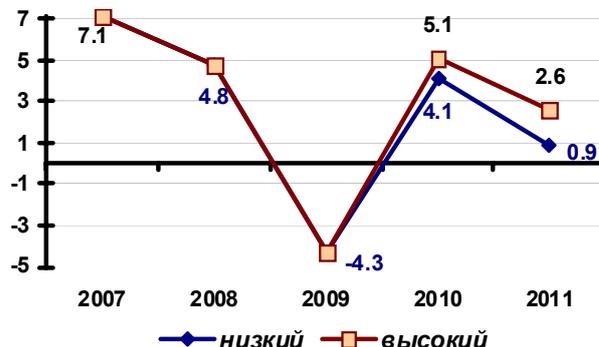


График 5.9. Динамика платных услуг населению (темпы прироста, %)



Второе: **инвестиции в основной капитал**. Стабилизация потребления населения – и, соответственно, переход к устойчивому росту потребительских рынков – обеспечит стимулы

к расширению инвестиций в основной капитал, уже с третьего квартала 2010 г. При этом, на фазе выхода из экономического кризиса, согласно классическим закономерностям, ожидается ускоренный рост инвестиций (2010 г. – 5-6%, 2011 г. – 8-9%), существенно опережающий динамику ВВП (см. графики 5.10, 5.11).

График 5.10. Динамика инвестиций в основной капитал (темпы прироста, %)

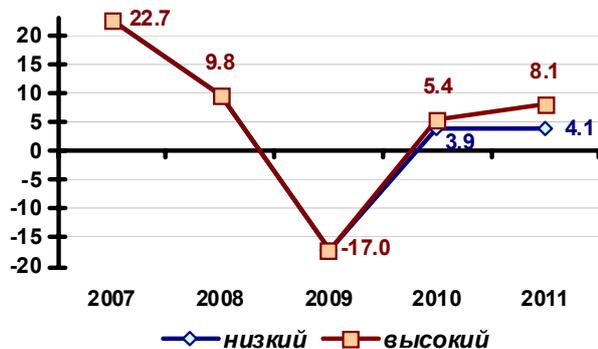
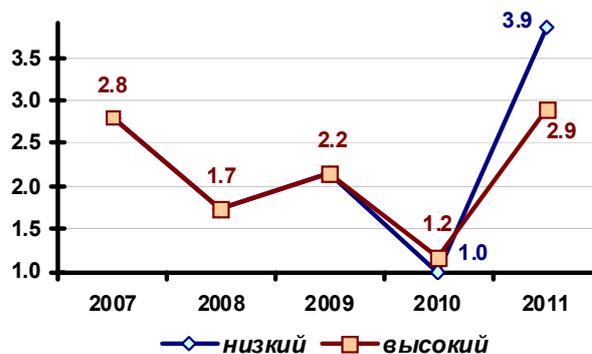


График 5.11. Эластичность инвестиций по ВВП



В свою очередь, расширение инвестиций станет существенным мотором экономического роста. Экономический разогрев, в свою очередь, приведет к росту спроса на труд и (с учетом нормализации доходов и финансового положения компаний) соответственно вынудит компании перейти к активному повышению заработной платы.

Таким образом, с 2011 г. начнется формирование самоподдерживающегося цикла «расширение производства – рост доходов – расширение спроса». Это будет означать, что российская экономика, наконец, перешла к режиму самоподдерживающегося роста и уже не нуждается в стимулирующих мерах.

Третье: **экономический рост.**

Существенным фактором, влияющим на динамику экономического роста, станет возобновление интенсивного роста импорта, который будет увеличиваться существенно быстрее роста внутреннего рынка (см. график 5.13; отметим, что из-за коллапса кредитования падение импорта тоже было более быстрым, чем сжатие объемов внутренних рынков).

Итогом взаимодействия разнонаправленных тенденций станет переход к экономическому росту – правда, неустойчивому. В 2010 г. они могут составить 4.5-5% ВВП (с учетом «эффекта низкой базы» в первом полугодии). В 2011 г. – около 3% (см. график 5.12).

График 5.12. Динамика валового внутреннего продукта (темпы прироста, %)

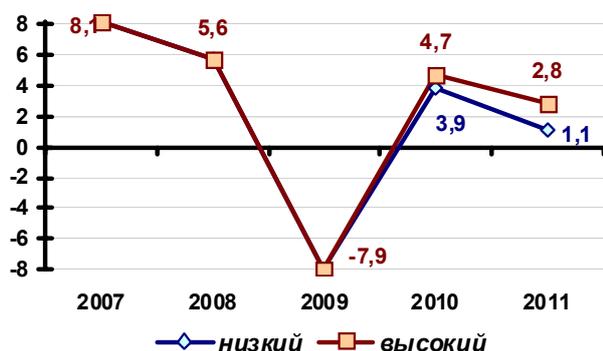
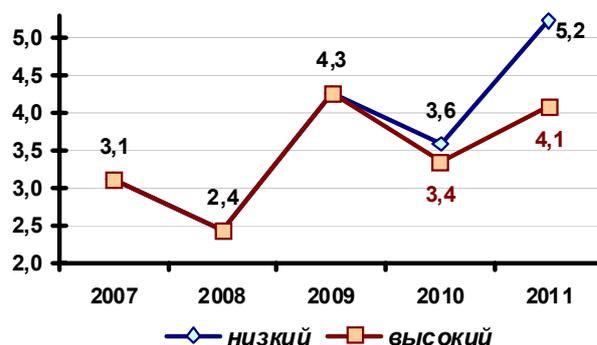


График 5.13. Эластичность импорта по внутреннему конечному спросу



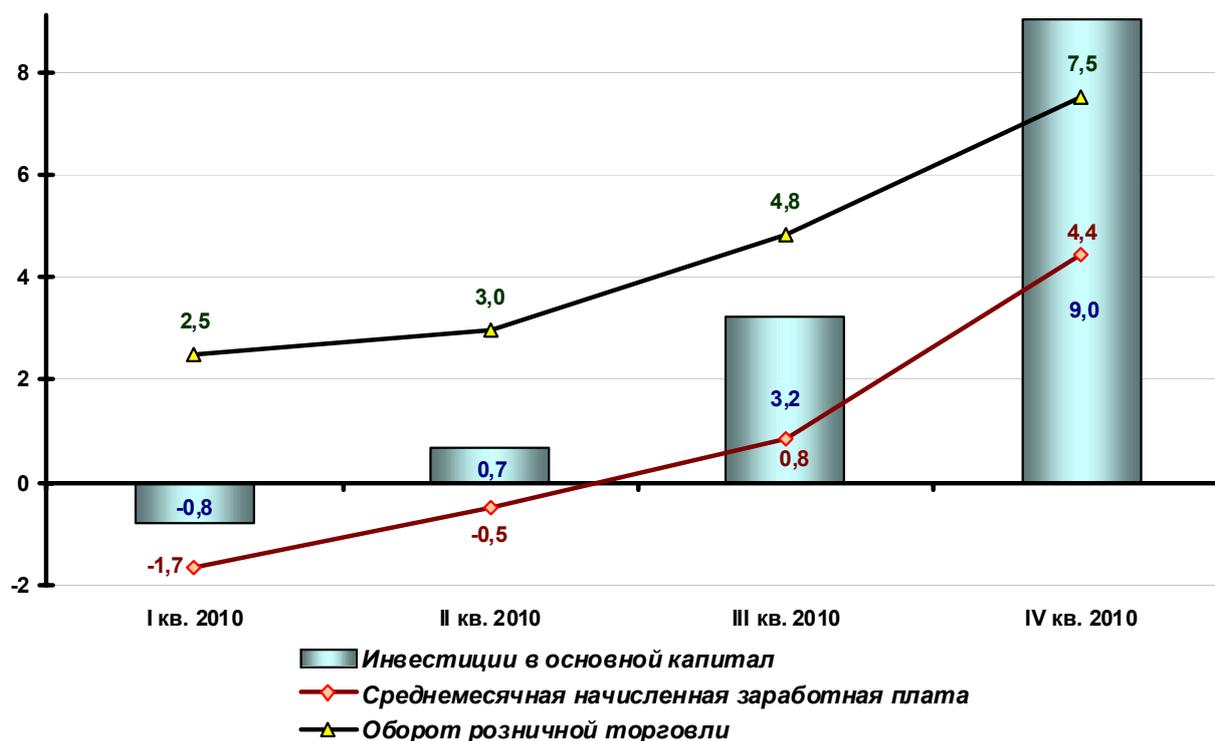
«Низкий» сценарий имеет следующие отличия от базового «высокого»

1. Ожидается, что из-за трудностей в европейской и китайской экономиках стагнация мировой экономики продлится до второй половины 2010 г. Соответственно, из-за спада в еврозоне и «проседания» темпов китайской экономики темпы роста мировой экономики не превысят 1-1.5% в 2010 г. и 2-2.5% в 2011 г. Из-за роста финансовых рисков (а в худшем случае – новой волны рецессии) в еврозоне произойдет «разворот» курса евро/доллар. Американская валюта начнет укрепляться, до уровня 1.3 долл. за евро в 2011 гг.. Соответственно, цены на нефть стабилизируются на уровне порядка 70 долл. за баррель (Urals).

2. Неблагоприятный внешний фон, усиленный негативными ожиданиями предприятий, приведет к затяжке периода коррекции фонда оплаты труда вплоть до третьего-четвертого квартала 2010 г. (см. график 5.14).

3. На фоне низкой и неустойчивой динамики потребления населения достаточные стимулы к оживлению инвестиций в основной капитал сформируются лишь в конце 2010 - начале 2011 гг. Соответственно, хотя инвестиции в основной капитал и будут увеличиваться с опережением по сравнению с общей экономической динамикой, их рост в 2010-2011 гг. составит, примерно, по 4% в год.

График 5.14. Динамика важнейших макроэкономических показателей в 2010 г.
 («низкий» вариант, темпы прироста к соответств. кварталу предш. года,%)



4. Самоподдерживающийся механизм экономического роста сможет сформироваться только после того, как инвестиционный разогрев станет оказывать влияние на динамику рынка труда, и к росту инвестиций прибавится расширение потребительского спроса. Произойдет это не ранее 2011 г. Соответственно, с учетом эффекта «низкой базы» рост в 2010 г. составит 3.5-4%, но в следующем году, когда действие этого фактора исчерпается – всего 1-1.5%.

5. Существеннейшим фактором экономического роста в подобной ситуации, становится чистый экспорт товаров. Причем, низкая конкурентоспособность отечественной продукции (мировые рынки из кризиса выходят уже в 2010 г., а российский – нет), будет объективно обуславливать ускорение динамики импорта.

Необходимость стабилизировать торговый баланс может потребовать в такой ситуации заметного ослабления рубля в 2011 гг. (2010 г. – 36 руб., 2011 г. – 38.1 руб. к бивалютной корзине, см. график 5.15).

В данном сценарии возникает существенный риск стагфляции: очень низкие темпы экономического роста будут сочетаться с более высоким (порядка 9% в год, см. график 5.17), чем в предыдущем варианте, уровнем инфляции. А это ведет к ослаблению девальвационного эффекта и дополнительному снижению мотивов к инвестированию.

График 5.15. Динамика обменного курса рубля к бивалютной корзине (руб.)

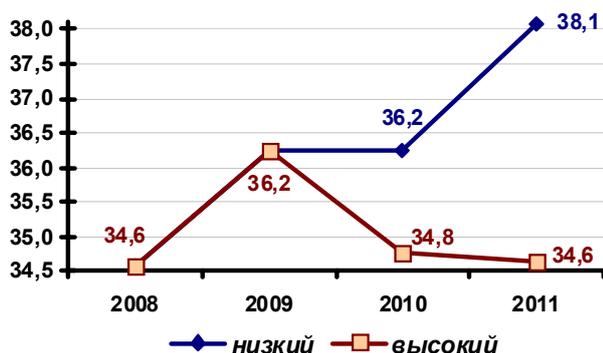


График 5.16. Динамика обменного курса рубля к доллару (руб. за долл.)

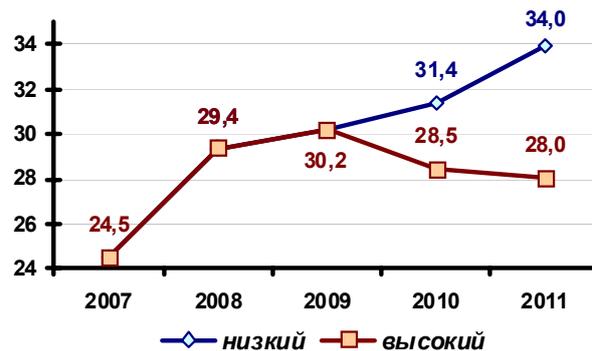
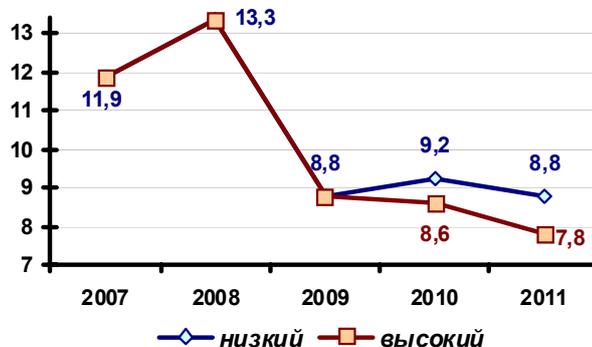


График 5.17. Динамика инфляции (темпы прироста потребительских цен, %)



5.3. Условия развития ведущих секторов российской промышленности

К началу 2010 г. ситуация в промышленности остается противоречивой и достаточно сложной, сильно дифференцированной на уровне как разных секторов, так и внутри них, на уровне отдельных компаний.

С одной стороны, большинство ближних рисков и угроз отодвинуты (или заметно ослаблены) улучшением мировой конъюнктуры, открывшимися возможностями по реструктуризации долгов, масштабной господдержкой отдельных секторов. С другой стороны, рынки еще далеки до полного восстановления, конкуренция с зарубежными компаниями усиливается как на внутреннем, так и на внешних рынках, масштабы плохих долгов и распространенность неэффективных компаний еще только предстоит оценить, а пределы безинфляционного наращивания господдержки (не только в России) более чем очевидны.

В среднесрочной перспективе рост будет иметь преимущественно восстановительный характер. Если отвлечься от неопределенности развития мировой экономики,²⁴ то наиболее важным фактором, во многом определяющим как структуру восстановительного роста, так и траекторию дальнейшего развития, является способность работающих в России компаний «взять барьер» конкурентоспособности, ответив на вызовы и угрозы среднесрочного развития.

Энергетические издержки

Очень важный – но, представляется, что недостаточно артикулированный вопрос – пределы адаптации компаний к ожидаемому росту энергетических затрат.

Как известно, тренд на сближение внутрироссийских и мировых цен на энергоносители оформился достаточно давно. Однако, в докризисный период разрыв, хотя и уменьшался, оставался весьма значительным, создавая конкурентные преимущества для наиболее энергоемких российских производств (так, по оценке, в 2008 г. средневзвешенная цена энергоресурсов для промышленности составляла 62% от уровня США, см. график 5.18).

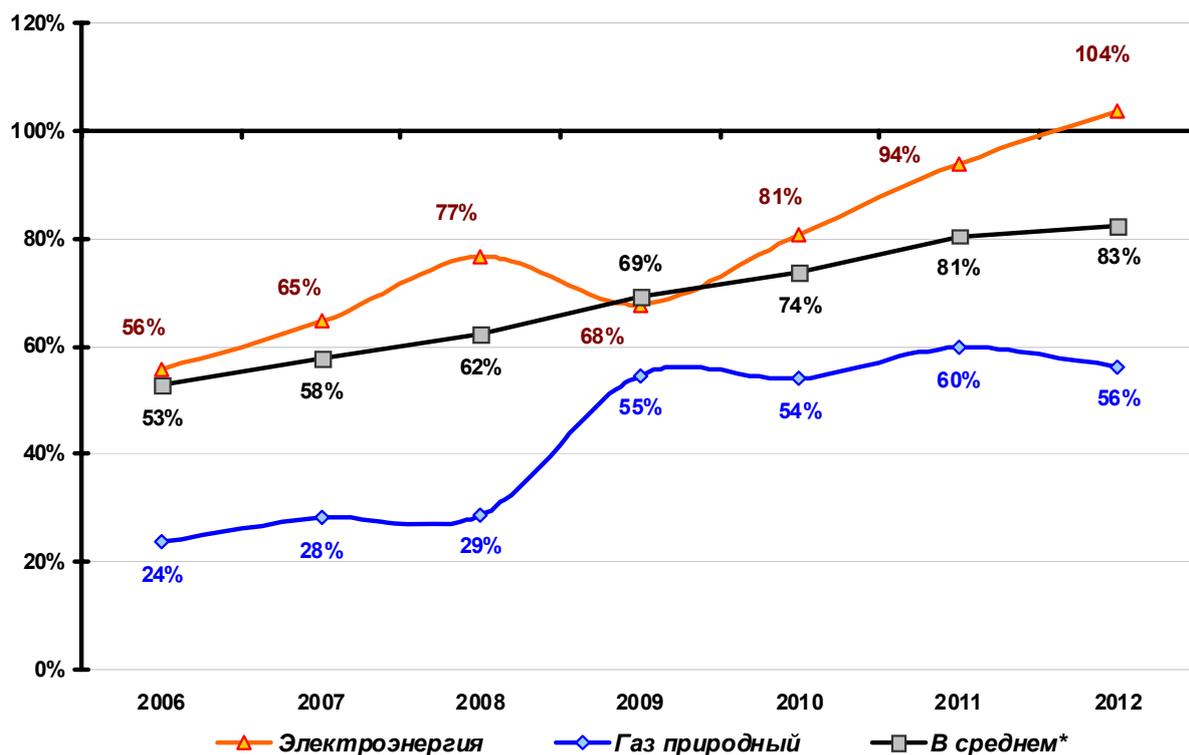
В кризисный период ситуация заметно обострилась, сокращение разрыва ускорилось. Уже в 2009 г. соотношение цен подскочило до 69%.²⁵ При этом, как показывают расчеты, к 2011 г. разрыв в ценах сократится ещё в полтора раза: внутрироссийские цены составят более 80% уровня США.²⁶ С учетом заметно более высокой энергоемкости производства, цены на энергоресурсы станут фактором, существенно ослабляющим конкурентные позиции российских компаний.

²⁴ Хотя, безусловно, это важнейший фактор неопределенности, во многом определяющий условия развития российской экономики.

²⁵ Позитивный эффект от девальвации рубля был перекрыт существенным снижением мировых цен параллельно продолжению роста цен и тарифов естественных монополий

²⁶ По электроэнергии внутрироссийские цены выйдут на уровень США (по нефтепродуктам они находятся на этом уровне уже несколько лет), так что разрыв будет обеспечиваться лишь за счет более дешевого газа.

График 5.18. Соотношение цен на основные энергоресурсы в России и США (%)



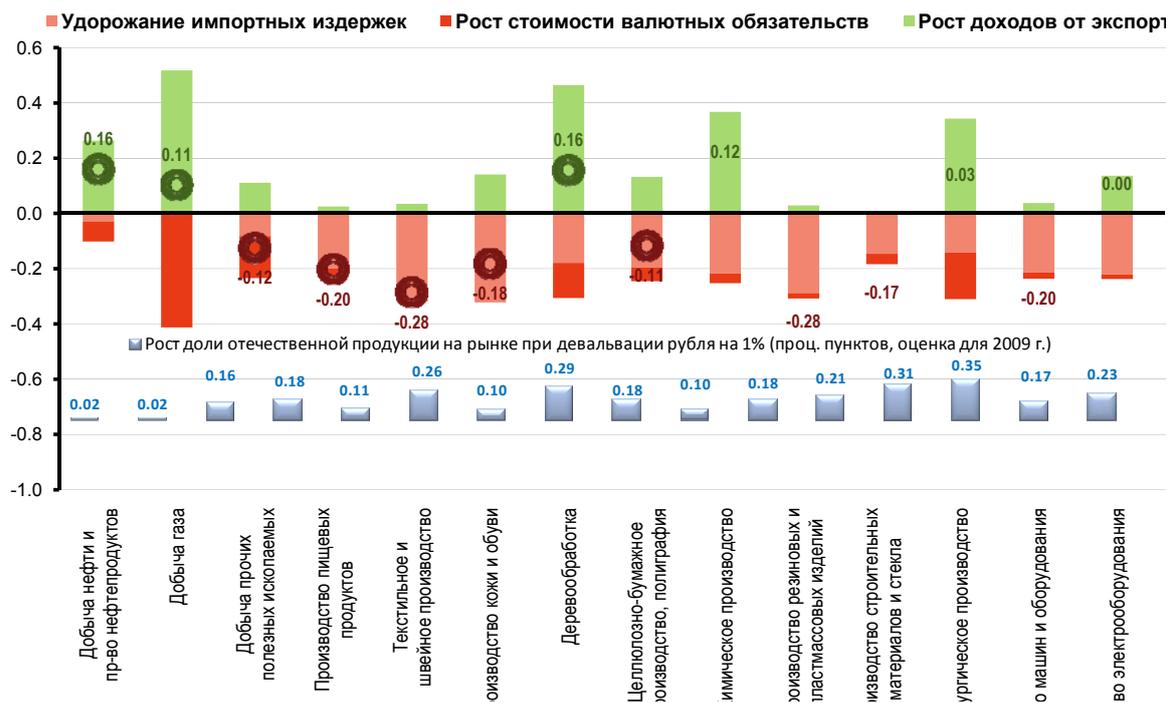
Источники: Министерство энергетики США, Минэкономразвития РФ, ЦМАКП

Средняя цена на энергоресурсы также включает соотношение цен на нефтепродукты

Воздействие изменения обменного курса рубля

Новой особенностью, окончательно оформившейся в предкризисный период, стала высокая неоднозначность влияния динамики реального эффективного курса на различные стороны функционирования компаний. Если в начале 2000-х годов ослабление рубля имело для компаний существенный позитивный эффект (за счет роста доходов от экспорта и улучшения ценовых конкурентных позиций по сравнению с импортом), то в последние годы набрали вес негативные факторы: удорожание импортного сырья и материалов, оборудования, а также валютных обязательств. В результате, импортозамещающий эффект от ослабления рубля существенно сократился, а чистый прирост девальвационных доходов для большей части экспорто-ориентированных секторов многократно уменьшился (см. график 5.19).

График 5.19. Влияние девальвации рубля на прибыль и динамику выпуска



Дополнительно, по-видимому, можно говорить о том, что реакция на курсовую динамику стала сильно дифференцированной не столько по секторам, сколько на уровне отдельных компаний, в зависимости от проводившейся каждой из них стратегии развития. В результате, курсовая политика перестала быть возможным инструментом структурной политики, а оценка структурных эффектов от смены ее приоритетов в настоящих условиях крайне затруднена.

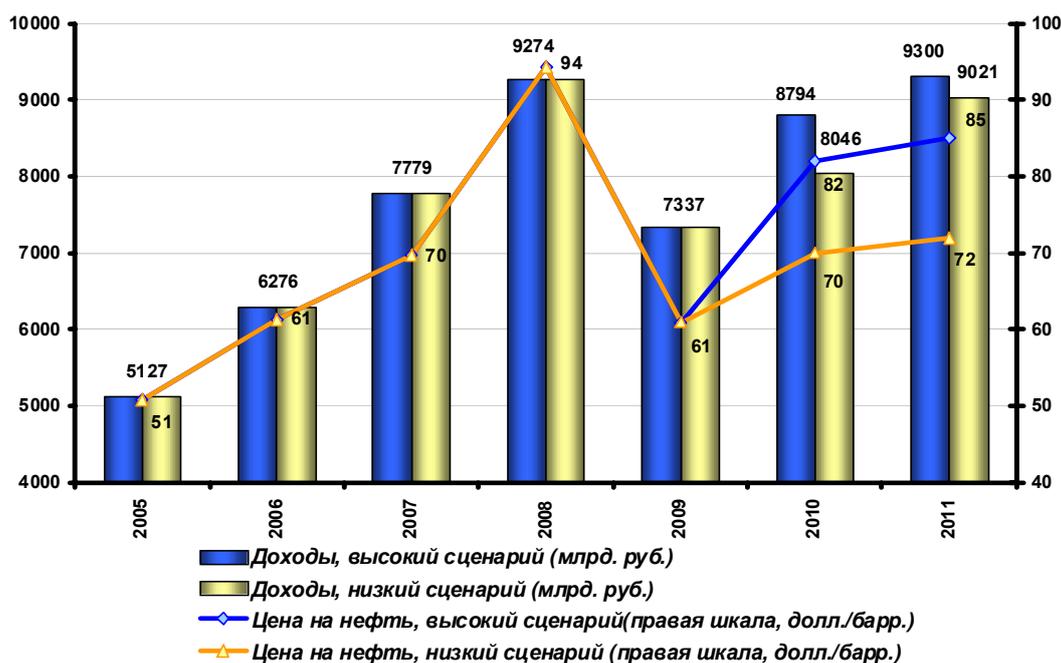
Динамика реального курса рубля остается важным фактором, определяющим как текущие параметры функционирования различных секторов, так и их инвестиционную привлекательность. Но при этом крайняя неоднозначность этого влияния повышает требования к предсказуемости и устойчивости изменения реального курса рубля в перспективе. Для компаний резкие и, тем более, частые изменения направленности курсовой динамики существенно усиливают риски будущего развития.

5.4. Федеральный бюджет в среднесрочной перспективе

В среднесрочной перспективе состояние бюджетной сферы во многом будет определяться внешнеэкономической конъюнктурой. Высокая зависимость федерального бюджета от нефтегазовых поступлений обуславливает сохранение роли цены на нефть, как ведущего фактора, влияющего на динамику доходов бюджетной системы (см. график 5.20).

С учетом возврата к практике трехлетнего бюджетного планирования расходы бюджета в среднесрочной перспективе не будут меняться по вариантам прогноза, и динамика доходов будет определять баланс бюджетной системы.

График 5.20. Совместная динамика доходов федерального бюджета и цены на нефть марки Urals по вариантам прогноза

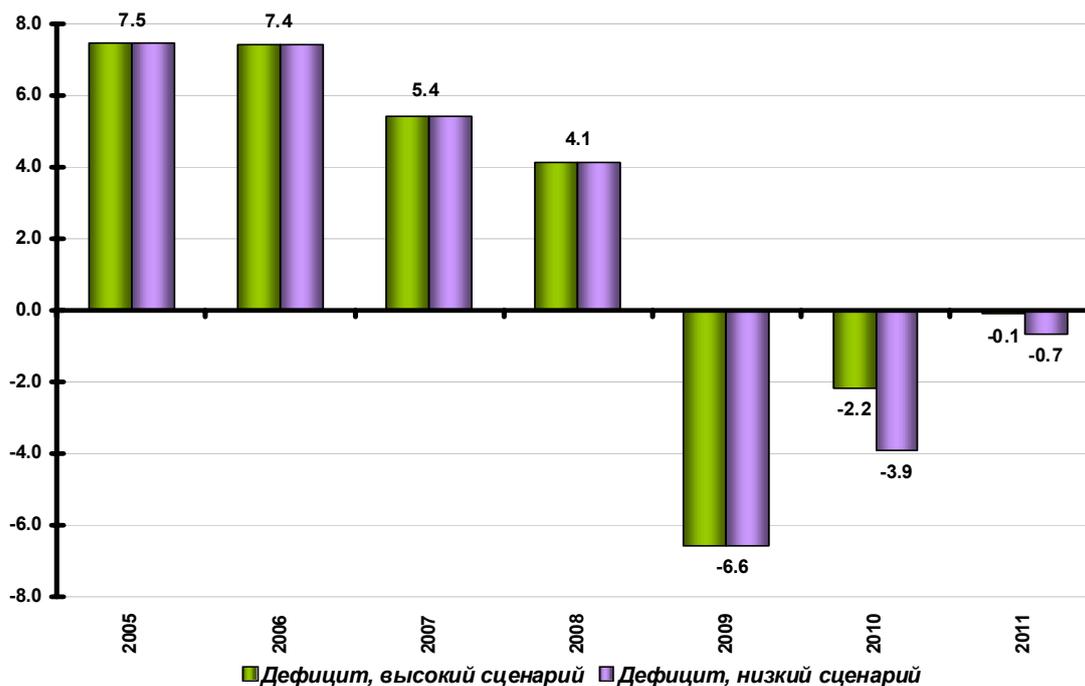


Высокий сценарий, для которого характерна оптимистичная динамика нефтяных цен, предполагает достаточно высокие темпы роста доходов федерального бюджета, что при умеренной расходной части позволяет быстро сократить бюджетный дефицит и уже в 2011 г. получить практически сбалансированный бюджет (см. график 5.21).

Низкий сценарий, основанный на более умеренной динамике нефтяных цен²⁷, которую отчасти смягчает девальвация национальной валюты, показывает более медленное восстановление доходов федерального бюджета и более глубокий дефицит по сравнению с высоким сценарием. В 2010 г. дефицит федерального бюджета по низкому сценарию выйдет на уровень 3.9% ВВП против 2.2% ВВП по высокому, к 2011 г. его величина сократится до менее чем 1% ВВП, однако не достигнет нулевой отметки.

²⁷ Однако, значительно более оптимистичную, чем предполагается Минфином при составлении проекта бюджета.

График 5.21. Дефицит федерального бюджета (% ВВП).



Достаточно оптимистичный прогноз мировых цен на нефть, заложенный как в низком, так и в высоком сценарий прогноза, при стремлении Правительства к стабилизации бюджетной системы и жестком контроле за расходованием средств, позволит не прибегать к крупным внешним заимствованиям и обеспечить финансирование бюджетного дефицита за счет внутренних источников.

При этом в высоком сценарии предполагается, что в среднесрочной перспективе удастся сохранить значительную часть Резервного фонда за счет притока нефтегазовых доходов и более низкого уровня бюджетного дефицита. Низкий сценарий предполагает практически полное исчерпание Резервного фонда к концу 2011 г.

5.5. Проблема «плохих долгов» и перспективы оживления кредитного рынка

Уже в текущем году можно ожидать стабилизации объема «плохих долгов», а также перехода к росту объема работающего (непроблемного) кредитного портфеля банков. Это означает, во-первых, что потребность в поддержке капитализации российской банковской системы со стороны государства будет относительно небольшой (на порядок меньше ранее направленных на эти цели средств). Во-вторых, вскоре банковский сектор будет готов оказывать поддержку экономическому росту, предоставляя ресурсы заемщикам, имеющим умеренный уровень долговой нагрузки и внятные перспективы расширения бизнеса.

Тем не менее, это не означает, что проблема «плохих долгов» и ее угнетающее воздействие на кредитную активность банков полностью исчезнет. Можно ожидать, что в течение длительного периода после стабилизации уровень «плохого долга» будет достаточно высоким. Большая часть проблемного долга будет приходиться на крупные компании, нуждающиеся в глубокой реструктуризации собственного бизнеса, но ограниченные в возможности проведения такой реструктуризации, в том числе из-за высоких социальных рисков (высвобождение значительного числа занятых). Банки-кредиторы данных компаний окажутся втянутыми в многолетний процесс списаний проблемного долга. Последний будет сопряжен для данных банков с повышенными репутационными рисками. Кроме того, вследствие затягивания процесса реструктуризации бизнеса крупных проблемных должников, новые займы, привлекаемые ими уже после окончания кризиса, также будут иметь неясные перспективы погашения.

* * *

Как показывает опыт кризисов в различных странах, рост доли «плохих долгов» в общем объеме банковских ссуд в среднем продолжается в течение двух лет после начала кризиса (см. табл.5.1). Можно ожидать, что последний российский кризис как раз будет соответствовать среднестатистическому случаю.

Модельные расчеты показывают, что фактическая доля проблемных и безнадежных ссуд в банковском кредитном портфеле в 2010 г. продолжит свой рост и достигнет величины в 19-20%. Это в 5 раз выше уровня начала 2009 г. (3.8%) и примерно на 1/3 выше уровня начала 2010 г. (около 14.5%, см. график 5.22). Данный показатель достаточно близок к уровню, зафиксированному на «пике» кризиса 1998 г.

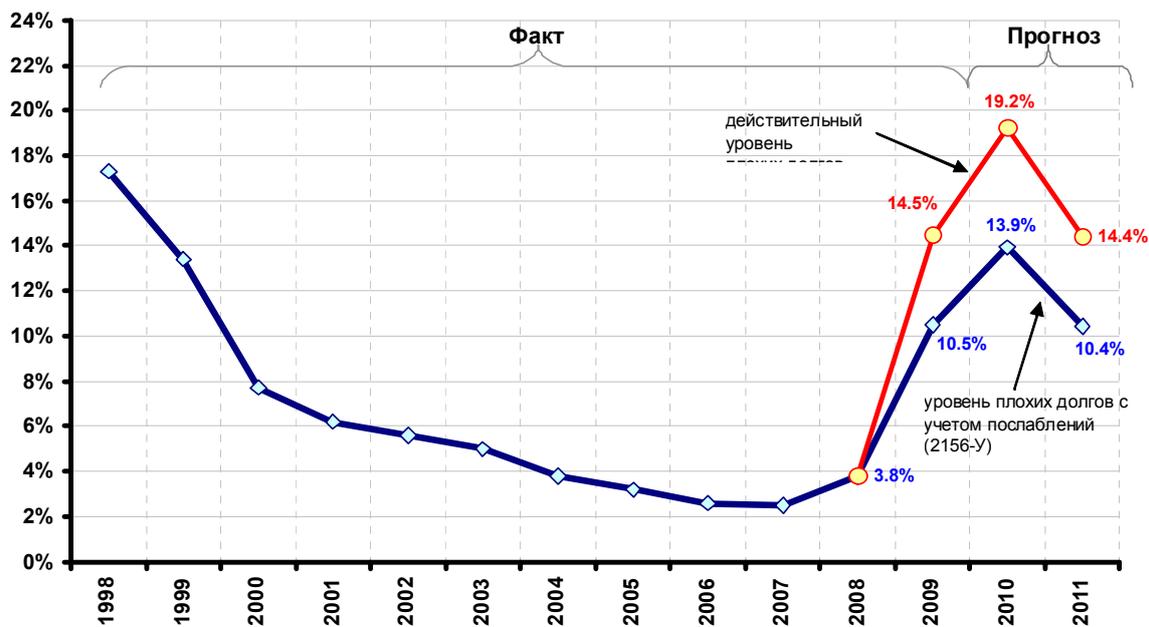
Однако с поправкой на эффект от действия Указания Банка России 2156-У, позволяющего банкам «приукрашивать» качество долга (в том числе часть пролонгируемых и реструктурируемых долгов не относить к проблемным ссудам), отчетный показатель доли проблемных и безнадежных ссуд в кредитном портфеле на конец 2010 г. составит порядка 14%. Для сравнения: на начало 2010 г. отчетный показатель составлял около 10.5%.

Таким образом, учитывая прогнозируемое восстановление темпов экономического роста и связанное с этим увеличение доходов нефинансовых предприятий, можно ожидать существенного замедления динамики доли плохих долгов по сравнению с 2009 г. Стабилизация доли «плохих долгов» наступит, скорее всего, во втором полугодии текущего года.

**Таблица 5.1. Длительность периода роста доли «плохих долгов»
в общем объеме ссуд**

	год начала кризиса	год прекращения роста доли «плохих долгов»	число лет роста доли «плохих долгов» после начала кризиса
Аргентина	2001	2002	1
Доминикан. Респ.	2003	2003	0
Индонезия	1997	1998	1
Корея	1997	2000	3
Болгария	1996	1999	3
Колумбия	1998	1999	1
Малайзия	1997	2001	4
Никарагуа	2000	2002	2
Россия	1998	1998	0
Словакия	1998	1998	0
Таиланд	1997	1998	1
Турция	2000	2001	1
Украина	1998	2004	6
Уругвай	2002	2002	0
Филиппины	1997	2001	4
Хорватия	1996	1999	3
Чехия	1996	2000	4
Эквадор	1998	2000	2
Среднее			2

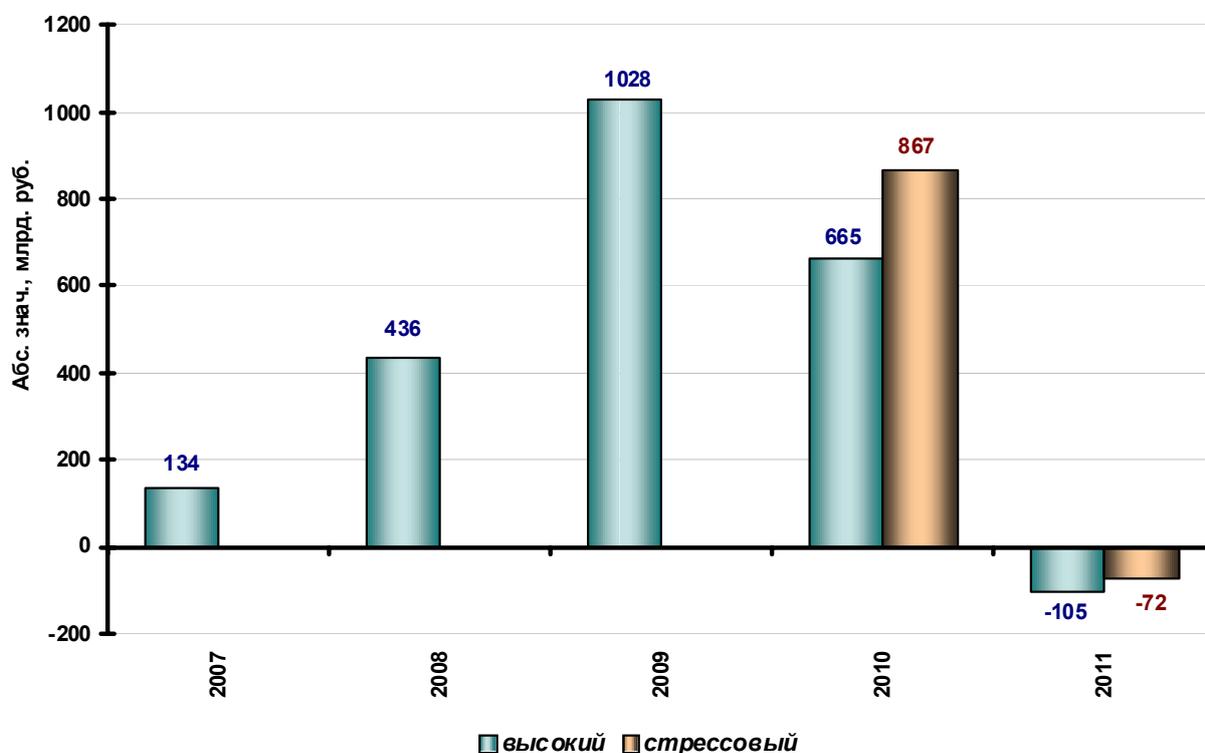
**График 5.22. Прогноз доли проблемных и безнадежных ссуд
в кредитном портфеле российских банков (%)**



Можно ожидать, что выход на нормальный для России уровень проблемных и безнадежных ссуд (4-4.5% от портфеля) займет около пяти лет после прохождения пика. Длительность выхода обусловлена ожидаемыми низкими темпами роста экономики в перспективе ближайших лет (в отличие от ситуации после кризиса 1998 г.)

Замедление динамики доли «плохих долгов» приведет к сокращению потребности банков в наращивании новых резервов под возможные потери. Так, в зависимости от сценария²⁸, прирост резервов в 2010 г. оценивается в 660-870 млрд. руб., что заметно ниже, чем в 2009 г. При этом уже в 2011 г. – по причине снижения доли «плохих долгов» – банки будут восстанавливать средства из резервов в объеме 70-100 млрд. руб.

График 5.23. Прирост резервов банков под возможные потери и обесценение активов (млрд. руб.)



²⁸ Для проверки устойчивости банковской системы к небольшим ухудшениям условий ее развития, был построен стрессовый сценарий. Он построен на базе «высокого» сценария развития экономики, но при этом отличается по двум параметрам. Первый параметр: снижение курса российской валюты к доллару на 2 руб. по сравнению с «высоким» сценарием. Второй параметр: увеличение доли проблемных и безнадежных кредитов на 2 п.п. по сравнению с «высоким» сценарием.

Более низкие расходы банков на создание резервов под возможные потери и обеспечение приведут к тому, что величина банковской прибыли существенно вырастет. В 2010 г. она оценивается на уровне 300-510 млрд. руб. в зависимости от сценария. Это заметно выше уровня 2009 г. (205 млрд. руб.)

Благодаря этому острота проблемы декапитализации банковского сектора будет существенно снижена.

Однако, несмотря на это обстоятельство, достаточно значимая группа банков продолжит сталкиваться с нехваткой собственного капитала для сохранения показателей финансовой устойчивости. Объем потребности таких «уязвимых» банков в рекапитализации для выполнения нормативов достаточности капитала в 2010 г. оценивается в 130 млрд. руб. в рамках оптимистического сценария (см. график 5.24).

Следует отметить, что далеко не весь объем этих средств сможет быть получен банками за счет взносов со стороны частных собственников банков. При складывающемся уровне инвестиционной активности собственников можно рассчитывать на покрытие примерно $\frac{1}{4}$ потребности в докапитализации.

Как следствие, «запрос» на докапитализацию банков за счет государства оценивается в 100 млрд. руб. за 2010 г.

Объема поддержки банковской системы, предусмотренной в соответствии с Федеральным законом № 181-ФЗ (пополнение капиталов первого уровня путем внесения ОФЗ) достаточно для обеспечения этой потребности. Однако данная схема пополнения капиталов скорее всего будет мало востребована из-за существенных репутационных рисков, которые она создает для получателей помощи. Можно предположить, что значительная часть поддержки будет получена в другой форме: возможно путем поглощения части «уязвимых» кредитных организаций со стороны госбанков.

Примерно половина потребности в срочной докапитализации придется на группу частных региональных банков (см. табл. 5.2). Далее следуют частные московские банки и дочерние банки нерезидентов, на которые приходится 29% и 24% оценочной величины потребности.

Крупные банки с госучастием не будут испытывать проблем с собственным капиталом. Это связано с масштабностью проведенной государством 2008-2009 гг. рекапитализации банков данной группы (Сбербанка, ВТБ, Газпромбанка, Россельхозбанка).

На долю группы «уязвимых» банков приходится заметная часть совокупных активов банковской системы (12%) и вкладов населения (12% от общего объема вкладов и 25% от вкладов вне Сбербанка).

График 5.24. Объем и структура минимальной потребности банков в дополнительной капитализации для выполнения нормативов достаточности капитала в 2010 г. («высокий» сценарий)

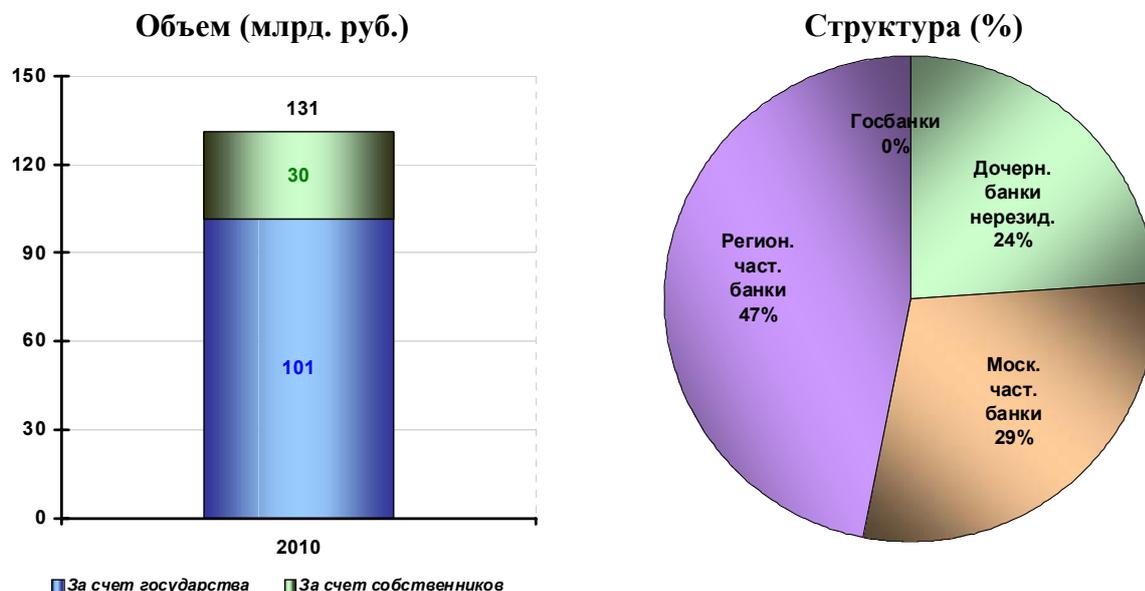


Таблица 5.2. Общая характеристика групп банков, испытывающих потребность в дополнительной капитализации для выполнения нормативов достаточности капитала в 2010 г. («высокий» сценарий)

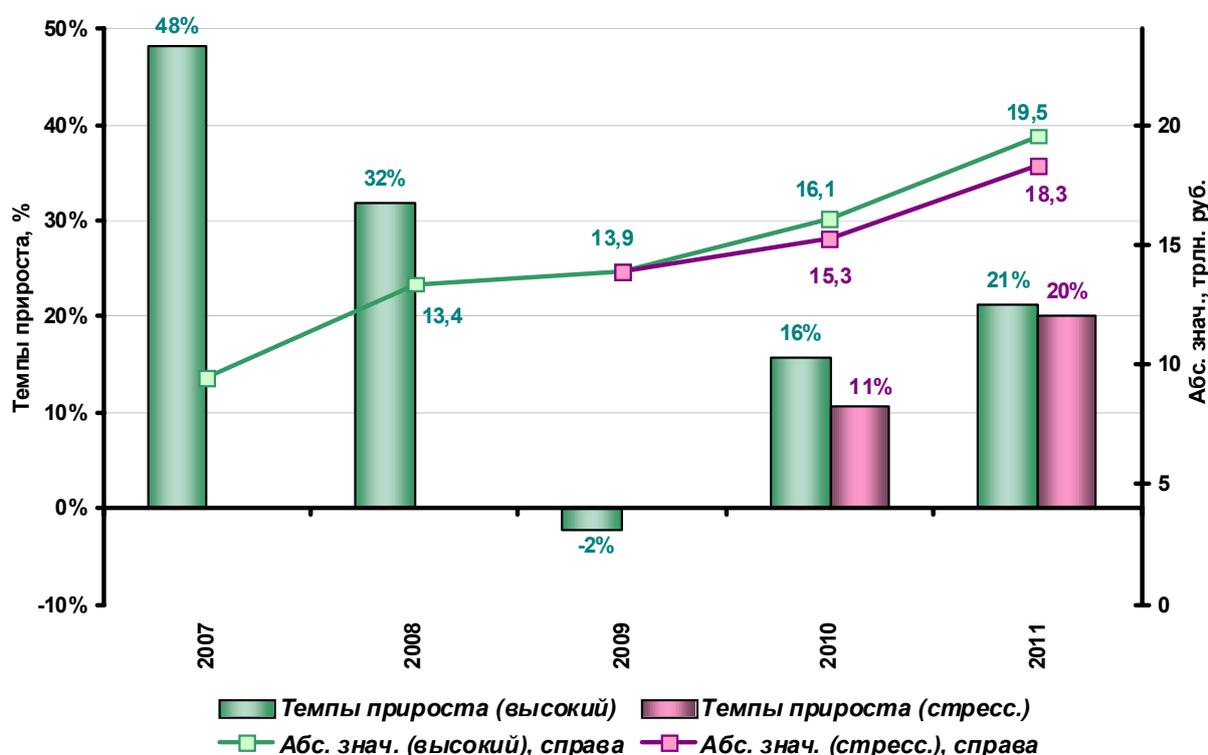
	Всего	Группы банков по величине активов		Группы банков по формам собственности и месторасположению			
		крупные	средние и мелкие	государственные банки	дочерние банки нерезидентов	частные московские банки	частные региональные банки
Потребность "уязвимых" банков в дополнительной капитализации, млрд. руб.	131	101	30	0	31	38	62
Количество "уязвимых" банков	103	20	83	0	7	46	50
Активы "уязвимых" банков, млрд. руб.	3 444	2 637	808	0	985	1 680	779
<i>Доля в активах банковской системы на начало 2010 г.</i>	11.6%	8.9%	2.7%	0.0%	3.3%	5.7%	2.6%
Капитал "уязвимых" банков, млрд. руб.	221	170	50	0	74	109	38
<i>Доля в капитале банковской системы на нач. 2010 г.</i>	4.9%	3.8%	1.1%	0.0%	1.6%	2.4%	0.8%
Депозиты населения в "уязвимых" банках, млрд. руб.	830	556	275	0	214	368	248
<i>Доля в депозитах населения на нач. 2010 г.</i>	12.4%	8.3%	4.1%	0.0%	3.2%	5.5%	3.7%

Несмотря на инерционное увеличение доли «плохих долгов» и существование проблем с капиталом у группы «уязвимых» банков, можно ожидать начала роста корпоративного кредитного портфеля банков уже в 2010 г.

Это связано, во-первых, с завершением процесса нормализации уровня кредитной нагрузки на банковские активы. Во-вторых, у банков появилась определенность в отношении платежеспособности и устойчивости тех или иных заемщиков (подробнее - см. раздел 4.)

Прирост кредитного портфеля нефинансовым предприятиям в 2010 г. ожидается на уровне 11-16%, в 2011 г. – на уровне 20-21% за год.

График 5.25. Кредиты и займы нефинансовым предприятиям (темпы прироста¹, %, и абсолютные значения, трлн. руб.)



¹ влияние фактора переоценки валютной части кредитного портфеля исключено

Однако рост кредитного портфеля, вероятно, начнется не раньше второго квартала 2010 г. Пока еще потребность устойчивых корпоративных заемщиков в банковском кредитовании снижается – как следствие все еще высокого уровня процентных ставок, так и не до конца ясных перспектив роста кредитуемого бизнеса.

6. Долгосрочный прогноз развития российской экономики

6.1. Долгосрочное развитие российской экономики: вызов эффективности

Характер развития российской экономики – и тем более, возможность поддержания устойчивых независимо от внешнеэкономической конъюнктуры темпов экономического развития – определяется масштабами повышения конкурентоспособности российской экономики и ее эффективности. В полной мере это относится к эффективности использования ограниченных ресурсов – трудовых²⁹ и энергетических (добыча первичных энергоресурсов в перспективе будет расти минимальными темпами, а капиталоемкость – быстро расти).

В конечном итоге, все возможные сценарии различаются именно способом – и масштабами – повышения эффективности использования ресурсов, создающего условия для экономического роста.

Производительность труда

Важнейшим фактором экономического развития является рост производительности труда, отражающей эффективность использования в экономике трудовых ресурсов. Его значимость объективно повышается в связи с тем, что, с одной стороны, ограничения со стороны предложения трудовых ресурсов становятся ключевым фактором, ограничивающим экономическую динамику в большинстве развитых стран мира, включая Россию. С другой стороны, развитие современного индустриального и постиндустриального общества определяется именно качеством и эффективностью использования человеческого капитала.

В перспективе рост трудовых издержек, по-видимому, станет устойчивым трендом, что связано с действием целого ряда факторов: снижения предложения рабочей силы, дефицита ряда квалификаций на рынке рабочей силы и невысокого «стартового» уровня заработной платы, не обеспечивающего воспроизводство качественной рабочей силы. В таких условиях ключевым условием повышения конкурентоспособности и обеспечения роста является именно достижение высоких темпов роста производительности труда.

По уровню производительности труда (ВВП по паритету покупательной способности, отнесенный к численности занятых в экономике) Россия в два – два с половиной раза отстает от экономик развитых стран (см. табл. 6.1). Производительность труда в постсоциалистиче-

²⁹ В перспективе, даже при самом благоприятном сценарии демографического и миграционного прогнозов прирост трудовых ресурсов в России будет минимальным, никак не выше 0.5-1.5% в год – а в неблагоприятном варианте он станет снижаться

ских странах (Польша, Чехия), разумеется, ниже, чем в развитых странах, но все равно опережает российский уровень на 30-60%.

Обращают на себя внимание два момента:

Во-первых, этот результат достигнут в период «дорогой нефти» (2007-2008 гг.), когда сверхдоходы от экспорта сырья стали важнейшим фактором расширения российского ВВП, автоматически увеличивая и показатель ВВП на одного занятого.

Во-вторых, уровень производительности труда в других странах БРИК существенно ниже, чем в России (наиболее близкий показатель – Бразилия, 65% от российского уровня). Причина этого – в наличии в этих странах, особенно Индии и Китае, значительного по масштабам сектора очень малоэффективного традиционного сельского хозяйства, обеспечивающего, фактически, лишь минимально необходимый уровень выживания для занятых в нем домохозяйств.

Значительный уровень отставания российской экономики по производительности труда от уровня развитых и даже средне-развитых европейских стран Центральной Европы (в отсутствие конкурентных преимуществ, связанных с дешевизной труда, как в других странах БРИК) требует действий по созданию и развитию новых секторов с высокой добавленной стоимостью. К ним относятся: производство продукции высокой степени переработки (включая высокотехнологичную) и оказания сложных видов услуг; разработка и производство технически сложной продукции и программного обеспечения; услуги финансовых институтов; высокотехнологичные услуги образования и здравоохранения, ориентированные на потребности «среднего класса» российского общества.

Таблица 6.1. Сопоставления уровня производительности труда (по ВВП по паритету покупательной способности) в России и зарубежных странах

	ВВП по ППС (2007), млрд. долл.	Численность занятых (2007), млн. чел.	ВВП по ППС на одного занятого, тыс. долл./чел.	Индекс, Россия (2008) = 100
Канада	1268.0	16.9	75.2	235
Франция	2078.9	25.7	80.9	252
Германия	2822.2	39.7	71.1	222
Италия	1798.2	23.2	77.5	242
Япония	4295.5	64.1	67.0	209
Россия (2007)	2099.7	70.6	29.8	93
Россия (2008)	2273.6	71.0	32.0	100
Великобритания	2165.3	29.2	74.1	231
США	14077.7	146.1	96.4	301
Бразилия	1849.1	88.2	21.0	65
Китай	7119.4	769.9	9.2	29
Индия	3007.9	422.6	7.1	22
Чехия	249.6	4.9	50.7	158
Польша	624.1	15.6	39.9	125

ВВП по ППС: Россия (2008) – Росстат; Занятость: Бразилия, Индия, Польша - CIA World Factbook, Россия (2007), Россия (2008) – Росстат, Китай - Национальное бюро статистики Китая. Прочие: IMF International Financial Statistics

Разрыв в уровне добавленной стоимости на одного работника между Россией и странами ОЭСР составляет 5-6 раз для экспорто-ориентированных сырьевых производств и 8-12 раз – для конечных (см. графики 6.2, 6.3). Однако, реальные возможности некапиталоемкого роста производительности остаются под вопросом.³⁰

График 6.1. Оплата труда на одного работника в год, тыс. евро

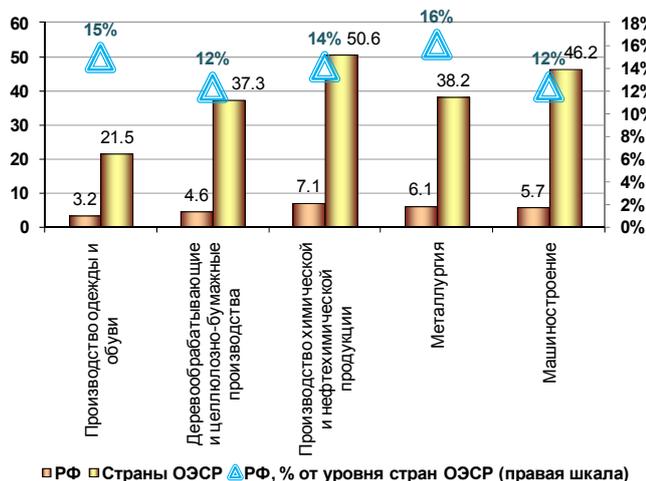


График 6.2. Добавленная стоимость на одного работника в год, тыс. евро

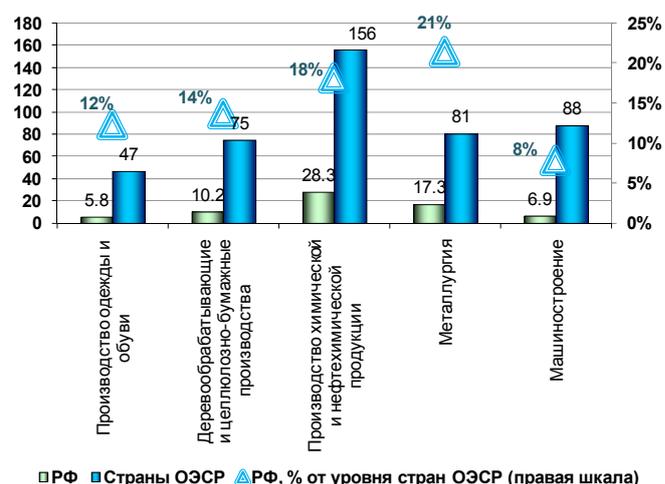
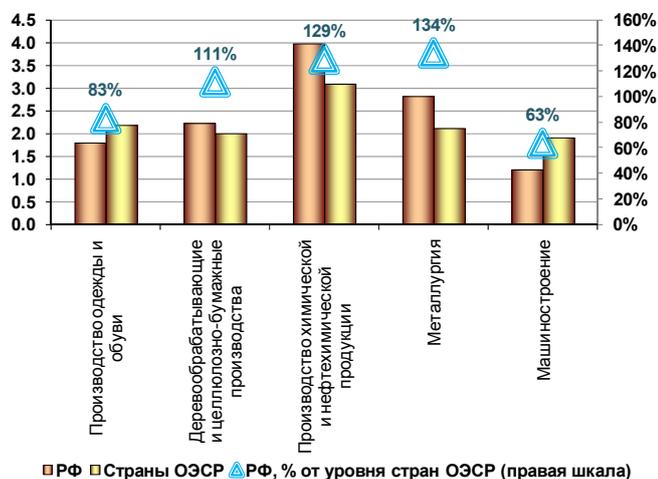


График 6.3. Производительность труда в России и странах ОЭСР (рублей добавленной стоимости на 1 рубль заработной платы)



³⁰ Критически важно, чтобы высвобождение занятых в ходе технологической модернизации производств было поддержано повышением как мобильности рабочей силы, так и гибкости рынка труда. Это представляется сложной задачей.

Энергоэффективность экономики

По уровню энергоэффективности Россия отстает от целого ряда стран, включая экономически развитые страны, постсоциалистические страны Центральной и Восточной Европы, другие государства БРИК (см. табл. 6.2).

Причем, за двумя исключениями (Канада, Китай), разрыв между энергоэффективностью российской экономики³¹ и других стран составляет 1.8 (с США) и более раз. Исключения – Канада (холодный климат, избыток энергоресурсов), опережающая Россию по энергоэффективности на 17%, и Китай (наличие значительной низкоэффективной тяжелой промышленности на северо-востоке и в центральных районах страны), опережающий ее на 15%.

Резервы повышения энергоэффективности российской экономики связаны, в значительной степени, со следующими направлениями действий:

1. Технологическая модернизация энергоемких отраслей (нефтедобыча, нефтепереработка, металлургия, ряд отраслей химической промышленности, цементная промышленность), связанная с внедрением современных технологий. Повышение эффективности тепловой энергетики, прежде всего – угольной, где существует технологическая возможность повышения КПД сжигания топлива более чем на 10%. Применение строительных технологий, снижающих до минимальных значений потери энергии в домах.

2. Изменение отраслевой структуры экономики с ускоренным развитием относительно малоэнергоемких секторов обрабатывающей промышленности и сферы услуг.

3. Ускоренное создание экономических и организационных механизмов обеспечивающих экономию энергии и снижение ее потерь в ЖКХ, на производстве и транспорте (включая добычу и транспортировку газа), использование вторичного тепла от энергоемких технологических процессов.

4. Совместно с субъектами Российской Федерации – массовая модернизация объектов тепло- и электроэнергетики, а так же соответствующих распределительных сетей в регионах, направленная на повышение их эффективности до приемлемого уровня.

5. Частичный вывод наиболее энергоемких производств в сопредельные страны СНГ (Казахстан, Центральная Азия), располагающие значительными энергоресурсами.

³¹ по удельному энергопотреблению на 1 доллар ВВП по паритету покупательной способности

Таблица 6.2. Сопоставления уровня удельного энергопотребления (по ВВП по паритету покупательной способности) в России и зарубежных странах

	ВВП по ППС (2007), млрд. долл.	Потребление первичной энергии (2007), млн. т.н.э.	Удельное энергопотребление, т.н.э./тыс. долл. по ППС	Индекс, Россия (2008) = 100	Потребление первичной энергии (2008), млн. т.н.э.
Канада	1268.0	326.1	257.2	85	329.8
Франция	2078.9	254.8	122.6	41	257.9
Германия	2822.2	309.3	109.6	36	311.1
Италия	1798.2	178.5	99.3	33	176.6
Япония	4295.5	515.8	120.1	40	507.5
Россия (2007)	2099.7	679.7	323.7	108	-
Россия (2008)	2273.6	684.6	301.1	100	684.6
Великобритания	2165.3	214.7	99.2	33	211.6
США	14077.7	2359.6	167.6	56	2299.0
Бразилия	1849.1	220.4	119.2	40	228.1
Китай	7119.4	1862.8	261.7	87	2002.5
Индия	3007.9	409.2	136.0	45	433.3
Чехия	249.6	43.8	43.3	14	434.3
Польша	624.1	95.1	97.4	32	435.3

Источник для ВВП по ППС – Росстат, прочие: IMF International Financial Statistics. Энергопотребление – BP Statistical Review of World Energy June 2009.

6.2. Особенности долгосрочного прогнозирования

«Начало конца» экономического кризиса означает существенное изменение характера неопределенностей, формирующих основу для сценарного макроэкономического прогноза.

Прежде всего это касается возможных долгосрочных перспектив глобального экономического развития. Наметившийся выход большинства крупных экономик из кризиса – если, конечно, он не окажется прерванным финансовым кризисом на периферии Европы или индустриальным во франко-германском «ядре» ЕС – означает, что вероятность реализации затяжного кризиса глобальной экономики сейчас уже невелика. В то же время сам характер действий, предпринимаемых основными глобальными игроками для преодоления кризиса³², создает потенциал для нового, вероятно, не менее глубокого глобального кризиса мировой экономики. Его «спусковым крючком» может послужить коррекция на переоцененных товарных рынках и – в худшем случае – на рынках государственного долга развитых стран (см. врезку 6.1).

³² В наиболее чистом виде – в США: денежная накачка экономики с увеличением бюджетного дефицита; проведение политики «дешевых денег»

Врезка 6.1. Долгосрочные риски в мировой экономике (2012-2017)

В текущем кризисе значительную косвенную роль сыграло поведение центробанков развивающихся стран, в первую очередь Китая. Это поведение было основано на предположении, что облигации Казначейства США - это эталонный безрисковый актив. Основным кризисным риском на будущее остается отказ от этого убеждения.

Этому способствует наличие ряда макроэкономических факторов:

- рост объема суверенного долга США;
- частичное финансирование дефицита бюджета центробанком (ФРС);
- возможная длительная стагнация ВВП в развитых странах,
- стабильно высокий торговый дефицит США;
- постепенное исчерпание потенциала «догоняющего роста, основанного на симбиозе» в Китае.

Неспособность США договориться с Китаем о росте курса юаня к доллару (в отличие от событий вокруг соглашения «Плаза» тридцатью годами раньше) свидетельствует о том, что эта проблема будет решаться США в одностороннем порядке. Последнее, в свою очередь, не может не вызвать кризиса в глобальной финансовой системе, в основном базирующейся на долларе.

Чтобы частично обезопасить себя от проблем с надежностью облигаций Казначейства, центробанкам и крупным финансовым институтам потребуется длительный период – не менее 5 лет. Одновременно значительный период времени потребуется для изменения стандартов международной торговли, сейчас привязанных к доллару. Шаги в этих направлениях были предприняты уже в 2009 г. (своповые соглашения ряда стран с Китаем для перехода к расчетам в валютах торговых партнеров), поэтому в течение 5-7 лет эти меры в значительной степени будут реализованы. В результате уход от доллара в расчетах останется очень затратным, но хотя бы не будет катастрофичным для внешнеторговой динамики.

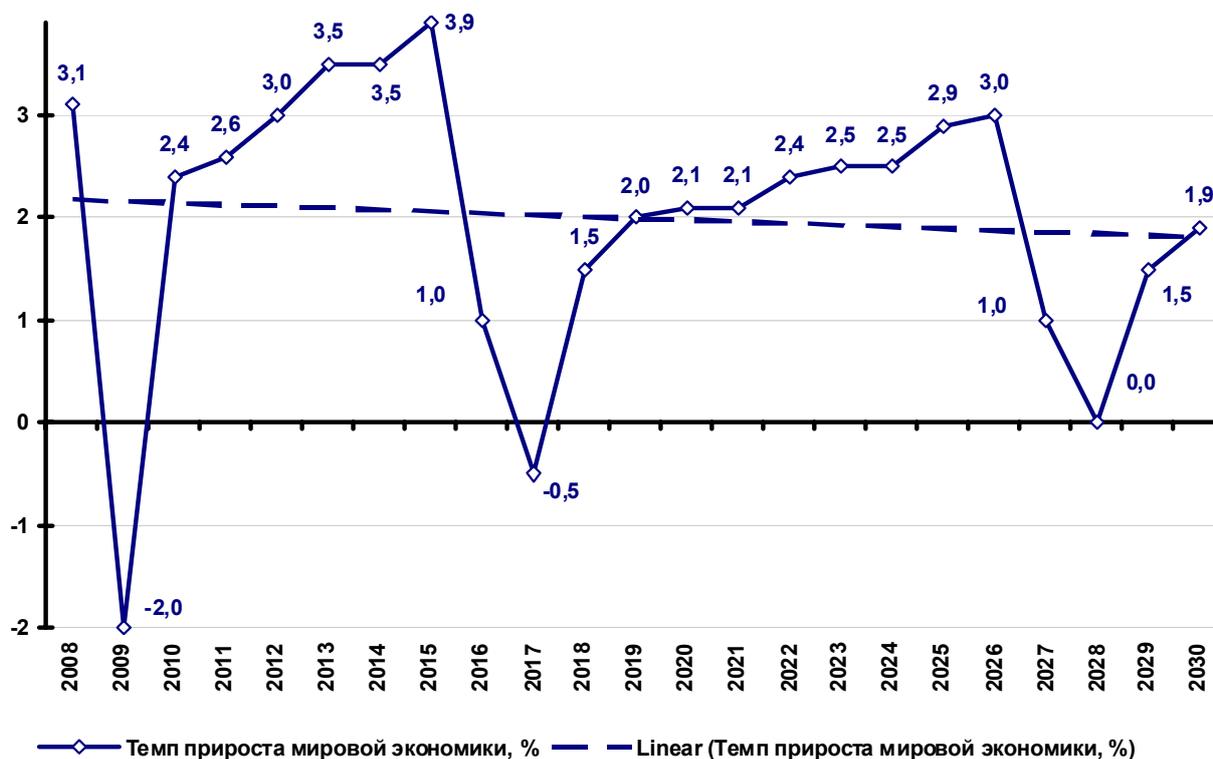
С учетом снижения доверия к глобальным финансовым институтам и мер, уже сейчас предпринимаемых крупными странами по трансформации финансового порядка³³, можно ожидать глубокого изменения системы международных финансовых институтов – вплоть до перехода к многополярному и мультивалютному экономическому порядку в отдаленной перспективе.

³³ Переход к расчетам между государствами в национальных валютах и валютные свопы между центральными банками, активная проработка региональных валютных и таможенных союзов и др.

Соответственно, долгосрочный прогноз опирается на один сценарий развития мировой экономики – «кризис двойного дна или большое W». Следующая волна кризиса ожидается в 2016-2018 гг.; в низшей точке (2017 г.) возможен экономический спад в пределах 0.5-1%. Следующая волна экономического роста, с учетом длительности цикла, будет относительно долгой и продлится, ориентировочно, до следующего крупного кризиса – 2027-2029 гг. (см. график 6.4).

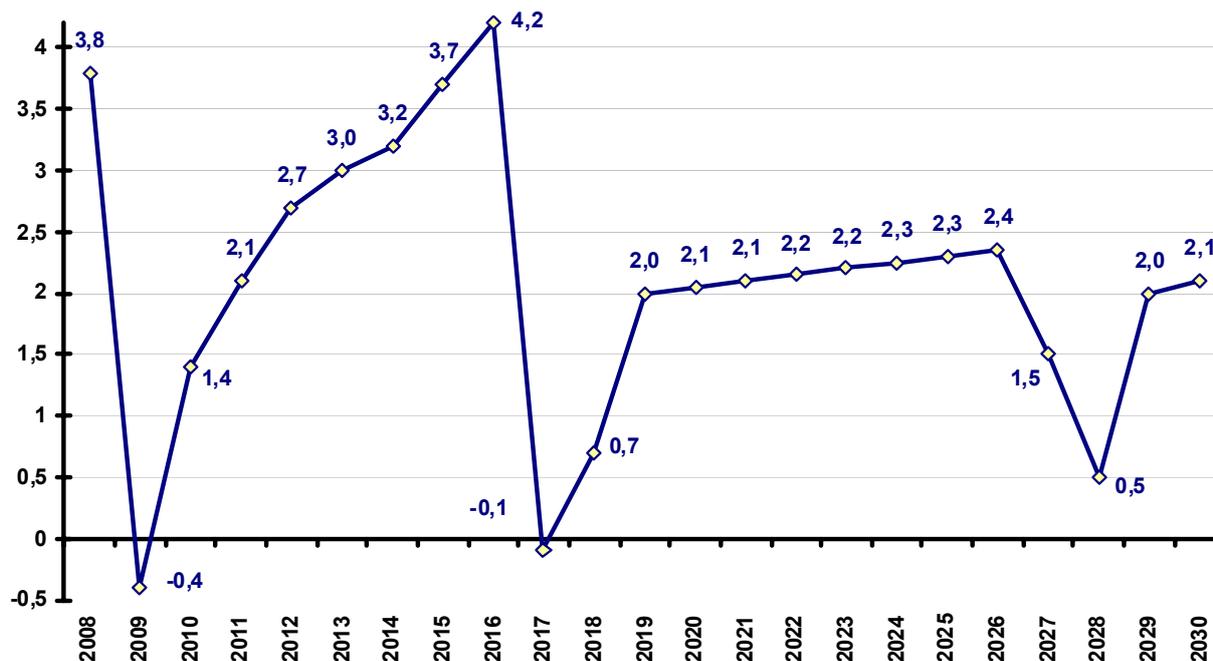
Обращает на себя внимание, что все эти процессы разворачиваются на фоне постепенного торможения роста мировой экономики. Причина – в замедлении экономического роста в Китае (особенно в 2020-е годы – исчерпание резерва, связанного с «аграрным перенаселением»), старение населения и ограничения со стороны трудовых ресурсов, как результат закрепления в обществе стандарта «одна семья – один ребенок») в отсутствие новых потенциальных сверхинтенсивных полюсов роста.

График 6.4. Динамика мировой экономики (темпы прироста, %)



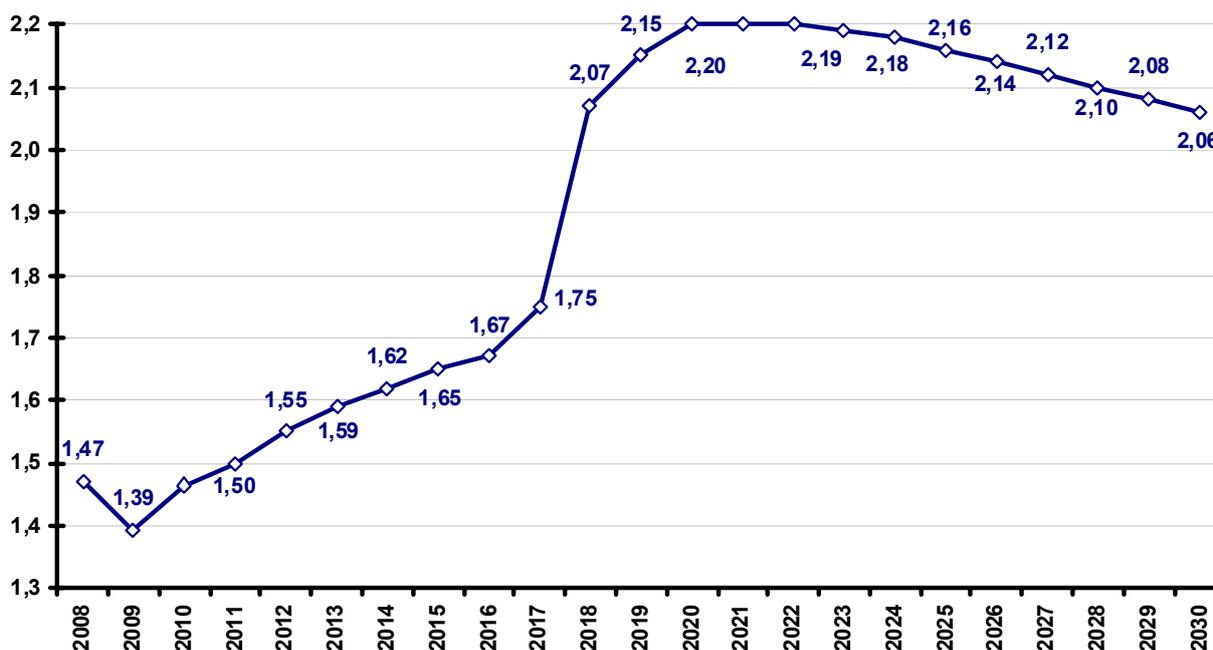
Ожидается, что США будут стремиться (с разной степенью успешности в зависимости от состояния спроса) проводить мягкую денежную политику (умеренные процентные ставки, бюджетное стимулирование). Это приведет к инфляционному разогреву американской экономики, особенно в период 2010-2016 гг. В дальнейшем, в силу усиления конкуренции на мировых денежных рынках, произойдет переход к более высокому уровню реальных процентных ставок и, соответственно, к снижению инфляции в США до 2-2.5% (см. график 6.5).

График 6.5. Инфляция в США (прирост потребительских цен, %)



Проведение относительно мягкой денежной политики в США в период 2010-2021 гг. на фоне традиционно консервативной денежной политики в зоне евро приведет к существенному ослаблению доллара относительно евро (см. график 6.6). На этом уровне доллар стабилизируется и начнет медленно укрепляться. С учетом более низкой, чем в предшествующие годы, инфляции в США американский денежный рынок станет еще более привлекательным.

График 6.6. Курс евро к доллару (долл. за евро, в среднем за год)



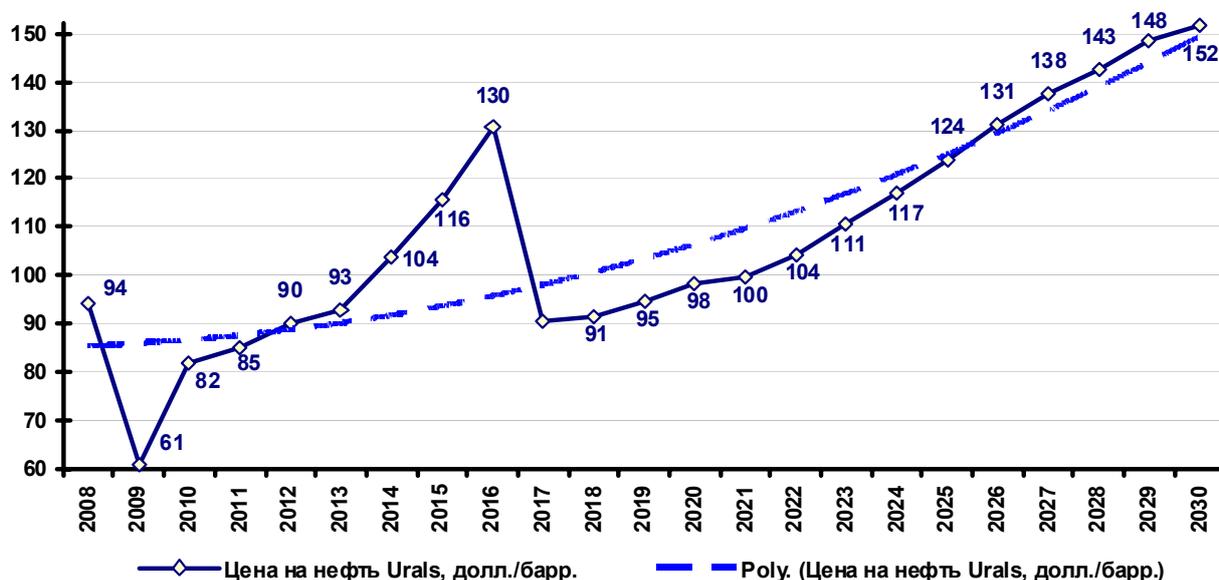
Уровень цен на нефть определяется в долгосрочном прогнозе тремя факторами:

- напряженностью баланса и добычи нефти в мире (с учетом экономического роста и тенденций энергосбережения);
- курсом доллара США и уровнем долларовой инфляции (поскольку нефть торгуется в долларах США, ослабление доллара при прочих равных условиях стимулирует рост цен на нефть);
- спекулятивным фактором. Мягкая денежная политика (особенно в условиях замедления экономического роста и, соответственно, нехватки объектов для эффективного инвестирования) ведет к притоку финансовых ресурсов на рынок товарных финансовых инструментов, в частности, обслуживающих рынок нефти – что обуславливает повышение цен по нефтяным контрактам.

Кроме того, существенную роль в цене на нефть играет уровень политических рисков и рисков безопасности. Целый ряд ключевых месторождений и энерготранспортных магистралей находится в зоне идущих (Ирак) или потенциальных (Иран, Персидский залив, Закавказье) конфликтов. Кроме того, в ряде нефтедобывающих и транзитных стран (Венесуэла, Нигерия, до определенной степени – Украина) сохраняется значительный уровень рисков внутриполитической нестабильности и, в отдельных случаях – политически мотивированного вмешательства государственных органов в деятельность компаний. Все эти факторы способны вызвать дополнительный рост цен на нефть, увеличивая «премию за риск» в ее цене.

Соответственно, ожидается постепенное повышение цен на нефть (за исключением коррекции рынка в период кризиса 2017 г.). Предполагается, что после 2017 г. новые финансовые «пузыри» на нефтяном рынке не возникнут, и рост цен будет относительно умеренным, вплоть до 150-160 долл. за баррель в 2030 г. (см. график 6.7).

График 6.7. Динамика цен на нефть (Urals, долл. за баррель)



Значительно большая неопределенность существует относительно «внутрироссийских» сценариев долгосрочного развития. Эта неопределенность заметно возрастает во времени. Соответственно, сценарные развилки также распределены во времени.

Первая точка выбора сценариев – момент выхода экономики из текущей волны экономического кризиса (2012 г.).

Здесь возможны два принципиальных варианта экономической политики, формирующей первую сценарную развилку.

6.3. Либерально-консервативный сценарий

Либерально-консервативный вариант предусматривает сосредоточение усилий государства на обеспечении благоприятных условий для развития российского бизнеса и стабилизации макроэкономических условий. Последнее будет достигаться за счет проведения контрциклической бюджетной политики (образования бюджетных резервов в период благоприятной экономической конъюнктуры и их расходование в условиях кризиса) и последовательного снижения инфляции.

Будет так же проводиться политика бюджетной стабилизации, направленной на поддержание (с учетом экономического цикла) минимального бюджетного дефицита – при отказе от повышения налогов, в том числе, на сырьевой сектор. В условиях достаточно высокой социальной нагрузки на бюджет (зарплаты бюджетникам, пенсии) это означает, что государство минимизирует уровень расходов «экономического» характера. Прежде всего это касается государственных инвестиций.

В целом, государство в максимально возможной степени отказывается от функции ключевого экономического агента и сосредоточивает свои усилия на создании современной системы институтов (включая адаптацию институтов, существующих в развитых странах) и снижении рисков для предпринимателей и инвесторов.

Будут предприниматься усилия по привлечению прямых иностранных инвестиций, направляемых на модернизацию экономики и обеспечение условий для выхода на новые рынки.

В целях борьбы с инфляцией осуществляется переход к плавающему обменному курсу и инфляционному таргетированию. Проводится политика «дорогих денег» - высоких положительных процентных ставок, стимулирующая снижение инфляции и сдерживающая перегрев экономики.

В этой ситуации начинается укрепление рубля с выходом на стабилизацию платежного баланса (нулевому чистому приросту золотовалютных резервов). Существует значительный риск, что в условиях положительного сальдо по капитальным операциям обменный курс

окажется «переукреплен», что приведет к ускоренному росту импорта товаров и отрицательному сальдо по текущим операциям.

В целом, такая ситуация сделает обменный курс рубля весьма неустойчивым и подверженным периодическим колебаниям – что само по себе становится фактором макроэкономическим риска.

С таким платежным балансом Россия «встретит» глобальный кризис 2016-2018 гг. Сжатие стоимостных объемов экспорта и снижение притока иностранных инвестиций ведут к очередному кризису платежного баланса и обесценению рубля. Соответственно, посткризисный приток иностранных инвестиций происходит уже после девальвации рубля.

В этой ситуации (по аналогии с развитием финансовых кризисов в странах АТР и Латинской Америки), возникает существенный риск потери российского контроля над ключевыми, в том числе и стратегически важными активами (см. раздел 6.5). Риск станет еще выше если не удастся создать российскую финансовую систему, способную предоставлять предприятиям средне- и долгосрочные кредитные ресурсы в необходимых объемах и по приемлемо низким ценам. В этом случае российские компании будут обращаться за финансированием на внешние долговые рынки – а следовательно, в условиях ослабления рубля весьма вероятны становятся margin calls, ведущие к перераспределению собственности.

Необходимо отметить, однако, что к концу периода приход в российскую экономику крупных иностранных инвесторов будет стимулировать производство конкурентоспособной продукции, несколько улучшив торговый баланс.

6.4. Сценарии с активной ролью государства

Альтернативой либерально-консервативному варианту, предусматривающему минимизацию прямого участия государства в экономике, выступают сценарии с активизацией участия государства в экономике.

Характерными чертами, присущими всем подобным сценариям³⁴, являются:

- переход к умеренному бюджетному дефициту (порядка 1.5% ВВП, без учета фазы экономического цикла). Источниками его покрытия является приватизация (порядка 0.5% ВВП после 2017 г.) и заимствования на внутренних и внешних денежных рынках;
- активное бюджетное финансирование прикладных научных исследований, формирование условий для востребованности результатов исследований российским бизнесом;

³⁴ В зависимости от конкретной системы реализуемых приоритетов развития, эти сценарии окажутся существенно разными

- риски, связанные с отсутствием бюджетных резервов, преодолеваются за счет диверсификации экономики и формирования новых центров формирования бюджетных доходов (при этом рост рисков в сфере бюджета и платежного баланса – наиболее слабое место отмеченных сценариев);
- сохранение режима управляемого плавления обменного курса, нацеленного на предотвращение существенного укрепления рубля в реальном выражении; последнее означает более сильное снижение номинального курса рубля, чем в либерально-консервативном сценарии. Это, а также более низкий уровень процентных ставок, приведут к более высокому, чем в либерально-консервативном сценарии, уровню инфляции.

Критической точкой, требующей уточнения приоритетов экономической политики, становится 2015-2017 гг. В этот период, с одной стороны, резко возрастет пенсионная нагрузка на экономику³⁵ из-за ухудшения демографических параметров. С другой стороны, в период кризиса глобальной экономической конъюнктуры можно ожидать существенного сжатия доходной базы федерального бюджета.

Соответственно возникнет необходимость выбора приоритетов и бюджетной политики, и экономической политики в целом – с учетом функций, взятых на себя федеральным бюджетом.

Возможно два принципиальных направления действий:

1. социально-ориентированный вариант, предусматривающий ориентацию бюджета на максимальную поддержку благосостояния населения (включая повышение пенсий) и развитие социальных институтов ценой снижения прямого участия государства в экономических процессах;
2. вариант индустриальной модернизации, предусматривающий активное участие государства в модернизации экономики, включая наращивание инвестиций и государственных закупок товаров и услуг ценой максимально возможной экономии затрат на поддержку пенсионной системы и социальных институтов (подробнее см. ниже).

Социально-ориентированный сценарий

В основе логики сценария – стимулирование роста потребительского спроса, создающее пространство для экономического роста и, одновременно, модернизация человеческого капитала, обеспечивающая повышение конкурентоспособности российской экономики. Государство при этом минимизирует риски, связанные с участием в экономике, сосредоточиваясь на выполнении функций, относящихся непосредственно к его легитимной «сфере ответственности».

³⁵ В либерально-консервативном сценарии рост пенсионной нагрузки на экономику компенсируется за счет, во-первых, более низкой нагрузки на бюджет со стороны других видов расходов, во-вторых – ограничения индексации пенсий уровнем инфляции (т.е. неснижение уровня пенсий в реальном выражении – при снижении коэффициента замещения).

Основные направления действий:

- повышение уровня реальных пенсий, обеспечивающее поддержание коэффициента замещения заработной платы пенсией на уровне не менее 35%;
- повышение социально-ориентированных бюджетных расходов, обеспечивающих доступность услуг соответствующих учреждений для населения. Активная индексация заработной платы занятых в бюджетной сфере;
- ограничение государственных инвестиций (за исключением инвестиций в инфраструктуру, включая социальную);
- поддержание политики низких процентных ставок, стимулирующих частную инвестиционную активность в экономике для компенсации снижения инвестиционной активности государства; развитие финансовых инструментов, повышающих мобильность населения (ипотека), а также рост малого и среднего бизнеса.

Важнейшие ожидаемые эффекты:

1. Снижение конкурентоспособности продукции обрабатывающих секторов – по крайней мере в перспективе первых пяти-десяти лет, пока не начнет давать эффект повышение качества человеческого капитала. Потребительский рынок, вслед за доходами населения, начинает расти сразу после выхода экономики из кризиса, а конкурентоспособность продукции, обеспечивающая заполнение рынка отечественными товарами – только через десятилетие. В этой ситуации остается под вопросом возможность сохранения роста в обрабатывающей промышленности.

2. Ключевую роль, определяющую успешность реализации данного варианта, играет создание массового слоя инновационных компаний и финансовой инфраструктуры, позволяющей поддерживать высокорискованную инновационную деятельность. Формирование таких компаний способно обеспечить капитализацию человеческого капитала, превращение его в фактор наращивания выпуска конкурентоспособной продукции.

По всей видимости, речь идет об «израильском» варианте формирования инновационной системы, направленной на производство технологий и инновационной продукции непосредственно на российский и мировой рынок – в значительной степени малыми и средними инновационными компаниями³⁶.

С точки зрения развития пространственной структуры экономики это будет означать частичный вынос ряда энерго- и трудоемких производств за пределы России, прежде всего – в страны СНГ.

³⁶ В отличие от «американского» варианта, подразумевающего производство высокотехнологичной продукции крупными компаниями, в то время как малый инновационный бизнес лишь обслуживает их, обеспечивая разделение рисков (снижение технологических рисков для крупных компаний).

3. Низкая мотивация для притока иностранных инвестиций в российскую экономику. Это связано как с дефицитом привлекательных инвестиционных проектов (по крайней мере, в первые годы), так и с высокой стоимостью рабочей силы.

4. Ключевой особенностью функционирования финансового сектора станет наличие значительного объема сбережений населения, при значительной доле средств очень консервативных инвесторов (включая пенсионеров). Соответственно, важнейшими задачами финансовой системы становятся:

- предотвращение ухода сбережений населения в валюту (включая валютные депозиты);
- необходимость создания механизмов трансформации сбережений населения в финансирование бизнеса (включая инновационный бизнес), чтобы обеспечить приемлемый для консервативных вкладчиков и инвесторов уровень рисков и доходности.

Сценарий «индустриальной модернизации»

В основе логики сценария – активное участие государства в структурной модернизации экономики за счет расширения государственных инвестиций и спроса на товары и услуги, а также повышения налоговой нагрузки на сырьевой сектор. Основным приоритет экономической политики – обеспечение интенсивного экономического роста на базе роста конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности ее обрабатывающих (в том числе, высокотехнологичных) производств.

Основные направления действий:

- использование бюджета как инструмента перераспределения бюджетных ресурсов между сырьевыми и обрабатывающими секторами. Повышение налоговой нагрузки на сырьевой сектор, прежде всего, газовую промышленность (повышение НДС на газ). Повышение государственных инвестиций (прежде всего, в развитие инфраструктуры, социальной сферы, науку и в развитие высокотехнологичных производств), поддержка институтов инновационной системы и госзакупок товаров и услуг, включая продукцию обрабатывающей промышленности и сложные виды услуг;
- ограничение роста расходов на пенсионную систему, через постепенное повышение пенсионного возраста на 5 лет и ограничение роста пенсий уровнем, обеспечивающим их неснижение в реальном выражении (что будет означать снижение коэффициента замещения, вплоть до уровня порядка 0.25);
- формирование массового среднего класса, в основном – в негосударственном секторе экономики, позволяет перенести часть социальной нагрузки с бюджета на население;
- переход к дефициту федерального бюджета в 2-2.5% ВВП;

- ослабление рубля до уровня, обеспечивающего в долгосрочной перспективе стабилизацию торгового баланса;
- проведение политики низких процентных ставок (с учетом ограничений, связанных с необходимостью обеспечить стимулы для образования сбережений).

Важнейшие ожидаемые эффекты:

1. Неустойчивая динамика производства. Вплоть до 2018 г. темпы расширения выпуска будут отставать от расширения внутренних рынков. Основная причина – интенсивный ростом инвестиционного спроса на фоне относительно низкой (еще) конкурентоспособности отечественной продукции. Соответственно, модернизация производства происходит в значительной степени за счет импорта оборудования и компонентов.

В дальнейшем, по мере повышения конкурентоспособности российской продукции, укрепления ее позиций на внутренних рынках (более важный фактор), а также расширения экспорта машин и оборудования, динамика производства и внутренних рынков выравнивается.

2. Инновационная система – «американского типа». Малые инновационные компании тесно связаны с крупными и средними и обеспечивают повышение конкурентоспособности их продукции.

3. Масштабный приток прямых иностранных инвестиций в новые и развивающиеся производства. Активное заимствование технологий.

4. Ключевая проблема финансового сектора – неустойчивость баланса сбережений в экономике:

- необходимость дополнительного стимулирования сбережений населения в условиях низкой процентной ставки и значительной инфляции;
- необходимость борьбы с вывозом капитала в условиях относительно слабого рубля.

6.5. Результаты прогнозных расчетов

1. Сценарий «индустриальной модернизации» обеспечивает наиболее высокие, в том числе и в долгосрочной перспективе, темпы экономического роста (см. график 6.8). Благодаря повышению конкурентоспособности российской продукции в период после выхода из кризиса 2017 г. динамика российского ВВП будет составлять порядка 6%, медленно снижаясь под действием демографических ограничений. Это, как и в докризисный период, примерно в 2-2.5 раза выше темпов прироста мирового ВВП (см. график 6.9). При этом, благодаря повышению конкурентоспособности российской продукции, удастся запустить воспроизводственный контур «производство-доходы-спрос». Соответственно, в данном сценарии достаточно высокими темпами – как правило, превышающими рост в других сценариях, расширяются оба компонента

спроса – и потребительский (базируется на высокой динамике заработной платы и, соответственно, доходов населения), и инвестиционный (см. графики 6.10, 6.11).

Консервативно-либеральный вариант показывает низкие темпы прироста в период 2012-2016 гг., когда экономическая динамика сдерживается, одновременно, из-за снижения ценовой конкурентоспособности российских товаров и сжатия государственного спроса (а также низкой динамики спроса населения – результат ограничения социальных и пенсионных расходов бюджета). После масштабного притока иностранных инвестиций в посткризисный период (2018 г. и позднее) и расширения выпуска конкурентоспособной продукции экономическая динамика в данном сценарии стабилизируется на уровне 4.5-5.5%. Именно приток иностранных инвестиций после 2020 г. играет ключевую роль и в расширении инвестиционного спроса, и (косвенным образом) – в повышении производительности труда.

Социально-ориентированный сценарий отличается довольно высокими темпами экономического роста в докризисный период (до 2017 г.), что обусловлено интенсивным повышением доходов населения (в первую очередь, пенсий). Затем экономическая динамика снижается, вплоть до уровня 3.5-4% ВВП в год с перспективой дальнейшего сокращения³⁷. Основная причина – низкая динамика инвестиций (см. график 6.10; это связано как с дефицитом по источникам финансирования, так и вследствие нехватки достаточно масштабных сфер их высокодоходного приложения). При этом замедление роста связано как непосредственно с низкой динамикой спроса, так и – в долгосрочной перспективе – со снижением конкурентоспособности и эффективности российской экономики из-за недостаточно интенсивного обновления производственного аппарата.

³⁷ Отметим, что широко распространена концепция, что для современной постиндустриальной экономики вообще характерны умеренные темпы роста (2-3% в год), однако, стабильные в условиях изменяющейся внешней конъюнктуры.

График 6.8. Динамика ВВП
(темпы прироста, %)

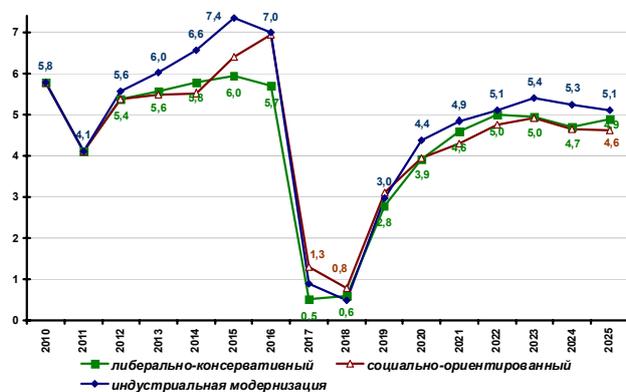
График 6.9. Соотношение приростов российского и мирового ВВП



График 6.10. Инвестиции в основной капитал (темпы прироста, %)



График 6.11. Оборот розничной торговли (темпы прироста, %)



2. Условием перехода к интенсивному экономическому росту в перспективе становится повышение эффективности использования всех видов ресурсов, прежде всего – трудовых и финансовых.

В консервативно-либеральном сценарии и сценарии индустриальной модернизации предполагается, что после кризиса 2010 г. восстановится интенсивный рост производительности труда, на уровне порядка 5,5-6% в год (см. график 6.12); важнейшим фактором этого выступает высокая динамика инвестиций в основной капитал. В социально-ориентированном сценарии из-за низкой динамики инвестиций (и, соответственно, модернизации производственного аппарата) производительность труда падает, до 4,5% в год к концу прогнозного периода.

При этом, в отсутствие мощного притока доходов извне, прирост заработной платы в перспективе станет практически соответствовать динамике производительности труда (см. график 6.13). При этом в сценарии индустриальной модернизации заработная плата будет немного отставать от производительности труда, что является условием активизации инвестиционного процесса в этом сценарии.

График 6.12. Производительность труда (темпы прироста, %)

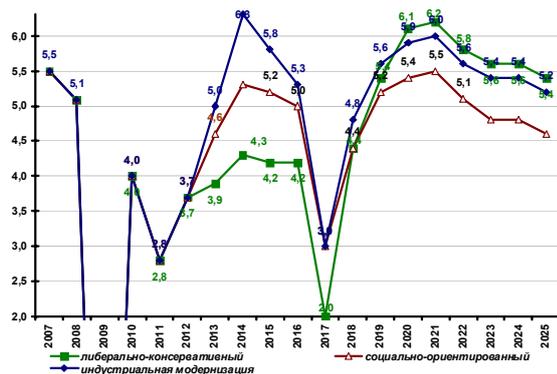
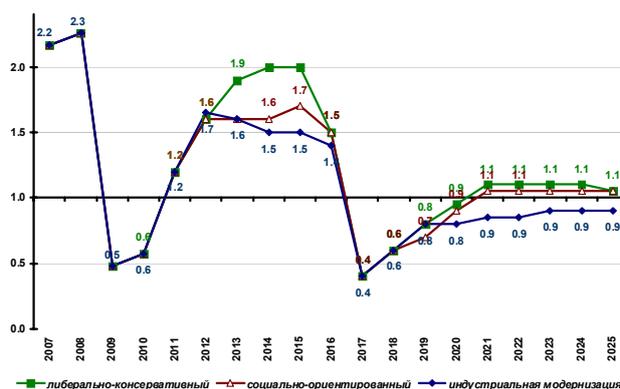


График 6.13. Соотношение заработной платы и производительности труда



С точки зрения эффективности использования финансовых ресурсов и параметров накопления основного капитала сценарий индустриальной модернизации является явно выигрышным. В данном сценарии на инвестиции, используется около 80% валовых национальных сбережений (см. график 6.14), начиная с 2017 г. Соответственно, норма накопления основного капитала к концу периода достигает 26%, против примерно 20% в настоящее время (см. график 6.15). Такой уровень накопления – 26-28%, по разным оценкам – является необходимой для нормализации ситуации с воспроизводством капитала в российской экономике. То, что такая норма накопления достигается так поздно даже в наиболее «интенсивном» варианте (а в остальных – не достигается вовсе), свидетельствует о наличии серьезнейших структурных диспропорций в российской экономике, ставящих под сомнение возможность ее устойчивого развития.

Правда, этот результат является и напряженным, и рискованным – в частности, он базируется на отказе от формирования резервных фондов бюджета. Это снижает устойчивость бюджетную и макроэкономическую стабильность, а также предполагает масштабный приток прямых иностранных инвестиций.

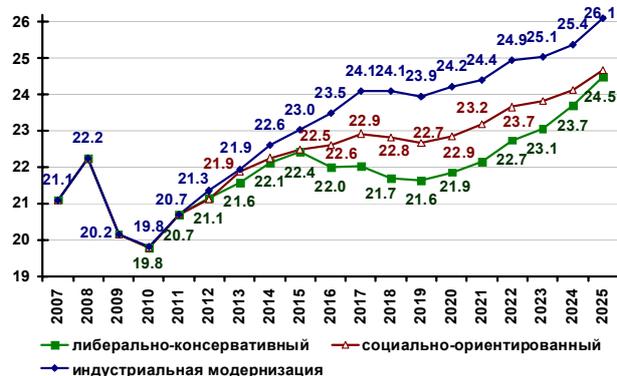
В консервативно-либеральном сценарии уровень накопления длительное время остается очень низким, практически на существующем уровне. Только после 2020 г. расширение прямых иностранных инвестиций обеспечит интенсивный рост нормы накопления.

В социально-ориентированном сценарии, благодаря высокой норме сбережений населения, норма накопления в целом в экономике является довольно высокой (хотя и ниже, чем в сценарии индустриальной модернизации) и стабильно растущей, вплоть до 25% ВВП к 2025 г.

График 6.14. Соотношение валовых национальных сбережений и валового накопления основного капитала



График 6.15. Норма накопления основного капитала (% к ВВП)



3. Основным фактором инфляционных рисков в долгосрочной перспективе становится динамика обменного курса рубля.

Уровень инфляции в перспективе станет снижаться – как под воздействием низкого денежного предложения (результат перехода к околонулевому приросту золотовалютных резервов), так и в результате продолжающегося во всех сценариях, в целом, укрепления рубля.

Соответственно, уровень инфляции в целом снижается, вплоть до 2-3%, характерных для экономически развитых стран (с начала 2020-х годов, см. график 6.16.). Значительные (почти до нынешнего уровня) скачки инфляции, которые ожидаются в отдельные годы, связаны с девальвацией рубля в периоды неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктуры. Этим объясняется странный диссонанс – в развитых странах в период кризиса инфляция, как правило, снижается, у нас же, из-за девальвации – растет (что порождает риски стагфляции).

График 6.16. Уровень инфляции (темпы прироста, %)



4. В долгосрочной перспективе тенденция устойчивого поступательного роста реального эффективного курса рубля, наблюдавшаяся в течение предкризисного десятилетия, вряд ли будет продолжена (см. график 6.17).

Это связано, прежде всего, с вероятным переходом от высоких положительных значений сальдо по текущим операциям к относительно небольшим и даже отрицательным (см. график 6.18). Такой переход, в свою очередь, станет следствием устойчивого расширения импорта. Последний будет обуславливаться превышением динамики внутреннего конечного спроса над динамикой производства.

Масштабы чистого притока в экономику средств по капитальным операциям вряд ли значительно превзойдут рекордный уровень, достигнутый накануне последнего кризиса: 73 млрд. долл.³⁸ в 2007 г. (см. график 6.19). Это связано, прежде всего, с постепенным насыщением спроса компаний и банков на внешние заимствования. Ожидаемое расширение притока прямых иностранных инвестиций вряд ли компенсирует снижение интенсивности поступления долговых капиталов. Это объясняется более инерционной динамикой прямых инвестиций.

График 6.17. Темп прироста реального эффективного курса рубля (%)

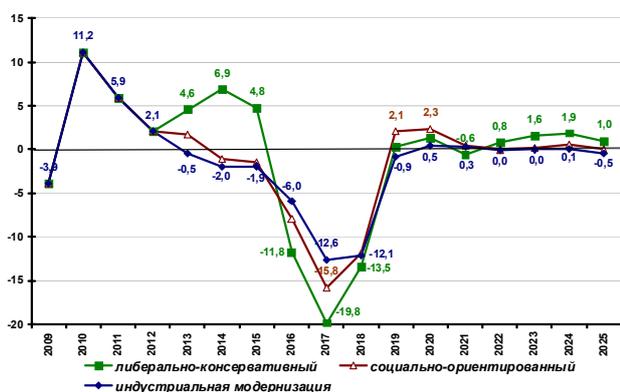
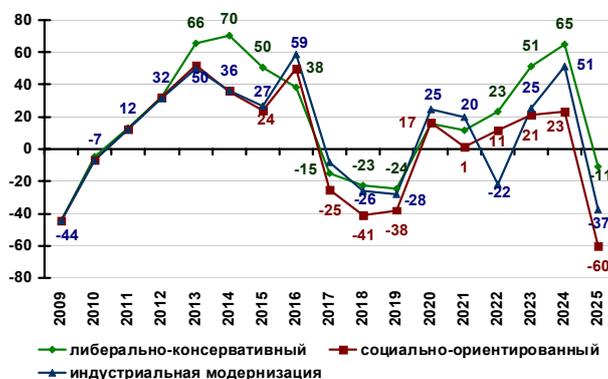


График 6.18. Сальдо счета текущих операций (млрд. долл.)



График 6.19. Сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами (млрд. долл.)



³⁸ Включая сальдо ошибок и пропусков платежного баланса

Таким образом, приток валютных средств и по счету текущих, и по счету капитальных операций будет достаточно умеренным. Можно ожидать, что примерно с 2012 г. они будут колебаться в пределах $\pm 4\%$ ВВП. Это разительно контрастирует с гипервысокими показателями 2000-х годов (см. график 6.20). С точки зрения относительных параметров сальдо по текущим и капитальным операциям платежный баланс России как бы вернется в 1990-е годы.

Это говорит о том, что «запас прочности» рубля будет существенно ниже, чем в предшествующее десятилетие. Как следствие, форсирование укрепления национальной валюты будет вызывать последующий масштабный «отскок» в обратную сторону. Эта зависимость, в частности, ярко проявляется в рамках либерально-консервативного сценария на периоде 2013-2018 гг., т.е. до и во время следующего кризиса глобальной экономики.

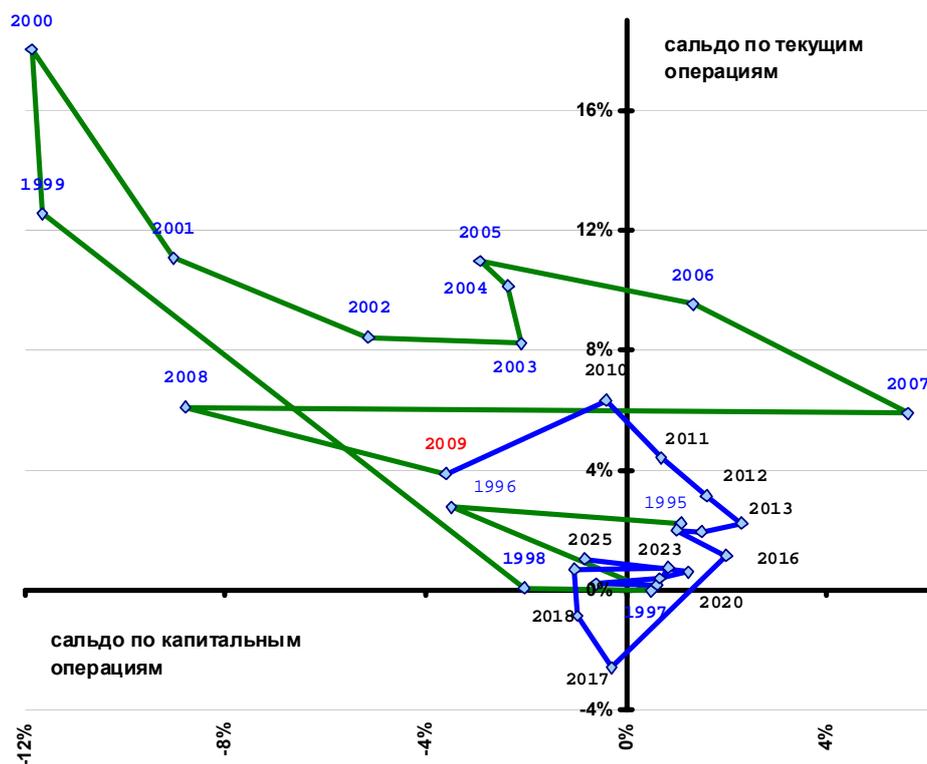
После завершения данного кризиса в либерально-консервативном сценарии ожидается выход на сбалансированное сальдо по текущим операциям и последующие его слабые колебания вокруг нулевого уровня. В отдельные периоды возможен выход в небольшие отрицательные значения, стимулируемый расширением притока внешнего капитала (в частности, прямых иностранных инвестиций).

В рамках социально-ориентированного сценария сальдо по текущим операциям будет наиболее высоким. Последнее объясняется, с одной стороны, сдерживанием укрепления рубля, с другой – относительно стабильной динамикой внутреннего конечного (в частности, инвестиционного) спроса. Эти факторы будут ограничивать наращивание импорта.

В рамках сценария индустриальной модернизации в период сразу после очередного кризиса глобальной экономики величина сальдо по текущим операциям будет относительно небольшой. Это обусловлено быстрым ростом внутреннего конечного спроса, в том числе инвестиционного. Однако ближе к концу прогнозного периода это сальдо начнет быстро увеличиваться, отражая ожидания быстрого роста экспорта несырьевых товаров.

И в социально-ориентированном сценарии, и в сценарии индустриальной модернизации ожидается существенно более «скромный» чистый приток капитала, чем в либерально-консервативном. В первом случае это объясняется меньшей привлекательностью российских рынков для зарубежных кредиторов и инвесторов, во втором – более конкурентоспособным национальным финансовым сектором. Последнее будет снижать потребности российских компаний в привлечении капиталов извне.

График 6.20. Основные элементы платежного баланса России (сценарий индустриальной модернизации, в % к ВВП)



6.6. Особенности долгосрочного развития финансового сектора

В результате финансовых кризисов, вероятность повторения которых на прогнозном периоде является довольно высокой, возникнет вопрос о конверсии накопленного частного внешнего долга в права участия нерезидентов в отечественных компаниях.

Этот вопрос актуален не только для России но и для многих стран с развивающимися рынками, сталкивающимися с финансовой нестабильностью в условиях значительного частного внешнего долга³⁹. Нестабильность порождает риск перехода значительной части финансовых организаций и предприятий реального сектора под контроль зарубежных собственников.

Если это произойдет, существенно изменится роль банков с российским капиталом в финансировании российской экономики. Последние будут вытесняться из корпоративного сегмента кредитного и депозитного рынков. Процесс трансформации национальных сбере-

³⁹ Опыт Ю.Кореи в период азиатского кризиса 1997-1998 гг., ряда стран Латинской Америки в середине 1990-х гг.

жений в инвестиции все в большей степени будет опосредоваться зарубежными финансовыми институтами. Сформируются две устойчивые цепочки потоков финансовых ресурсов:

- репатриация прибыли российских компаний, контролируемых нерезидентами, за рубеж – возвращение части прибыли в виде прямых инвестиций в Россию;
- формирование денежных средств предприятий на счетах в иностранных (транснациональных) банках – пополнение ресурсной базы иностранных (транснациональных) банков – привлечение российскими компаниями кредитов и инвестиций с внешних рынков.

Развитие по такому варианту может привести к удешевлению финансирования для крупных и экспортно-ориентированных российских компаний. Ценой станет десуверенизация части экономики и рост ее подверженности эффекту внешнего «заражения» вследствие нестабильности на международных финансовых рынках.

Предотвращение десуверенизации финансового сектора предполагает выполнение двух условий:

1. государственная поддержка капитализации банков с российским капиталом и платежеспособности системообразующих компаний в периоды кризисов;
2. проведение в бескризисные периоды активной политики по повышению конкурентоспособности банков с российским капиталом и привлекательности российских финансовых рынков (см. врезку 6.2), что позволит ограничить рост внешнего частного долга.

Врезка 6.2. Реформирование финансового сектора (сценарий «индустриальной модернизации»)

Политика реформирования финансового сектора, осуществляемая в рамках сценария индустриальной модернизации, предполагает:

- *стимулирование монетарными властями развития сегментов финансового и кредитного рынков, позволяющих эффективно трансформировать краткосрочные капиталы в длинные, а также обеспечивать доступ национальных компаний к масштабным заимствованиям (корпоративные облигации – в частности, инфраструктурные; синдицированные кредиты);*
- *формирование сегмента крупных частных банков, играющих роль маркетмейкеров на внутреннем рынке корпоративных облигаций и синдицированных кредитов за счет увязки предоставления им капитала от Внешэкономбанка с осуществлением программ по развитию данных сегментов рынка. Данные кредитные организации должны быть достаточно крупными для того, чтобы обладать достаточной инвестици-*

онной привлекательностью и быть способными в перспективе повышать свою капитализацию путем размещения акций.

- повышение уровня капитализации и концентрации банковского сектора не только в процессе разрешения проблемы «плохих долгов» (2008-2010 гг.), но и в последующий период через механизмы государственных инвестиций в капиталы банков (предоставление банкам субординированных кредитов Внешэкономбанка за счет средств ФНБ). Имея более высокий уровень концентрации, банковская система сможет снизить долю неработающих ликвидных активов в активах и повысить долю кредитов нефинансовому сектору. Повышение обеспеченности банков собственным капиталом повысит их способность принимать на себя риски, сопряженные со средне- и долгосрочным кредитованием без потери финансовой устойчивости. Оценки показывают, что для того, чтобы поддерживать необходимый уровень достаточности капитала при тех параметрах кредитной активности, которые предполагаются сценарием индустриальной модернизации, в период 2012-2015 гг. потребуются государственные инвестиции в капитал банков на уровне не более 0.8% ВВП;
- расширение доступа кредитных организаций к долгосрочным внутренним ресурсам за счет размещения на депозитах в банках средств накопительной пенсионной системы, распространения сберегательных банковских сертификатов и других форм «безотзывных» сбережений в банках. Удлинение сроков привлекаемых банками средств, а также снижение волатильности вкладов населения позволит наращивать средне- и долгосрочное кредитование экономики без чрезмерных нагрузок на ликвидность банковского сектора.

Таблица 6.1. Характеристика сценариев долгосрочного развития

	1. Консервативно-либеральный	2. Социально-ориентированный	3. Индустриальная модернизация
Бюджет до 2015 г.	Минимизация государственных расходов (за счет госинвестиций и других расходов, кроме социальных), формирование бюджетных резервов	Высокие госрасходы, дефицит ФБ до 1.5% ВВП.	
Бюджет после 2015 г.	Бездефицитный бюджет. Образование резервов. Отказ от повышения налогов. Снижение госинвестиций и других расходов на экономику.	Умеренный дефицит (1-1.5% ВВП). Бюджетных резервов – нет. Отказ от повышения налогов Рост социальных и пенсионных расходов (поддержка к-та замещения). Существенные вложения в человеческий капитал, малый инновационный бизнес. Снижение госинвестиций, стабилизация бюджетных закупок.	Повышение налоговой нагрузки на экспорт газа. Повышение госинвестиций и госзакупок. Стабилизация пенсионных расходов за счет повышения пенсионного возраста. Дефицит около 2-2.5% ВВП. Компенсация наполовину за счет заимствований, наполовину за счет приватизации. Бюджетных резервов нет.
Платежный баланс, обменный курс	Переход к «свободному плаванию» рубля. До 2016 г. - укрепление рубля. Кризис платежного баланса. В 2016 г. - девальвация. Приток прямых иностранных инвестиций.	Слабые стимулы для притока капитала, следовательно слабый рубль.	Умеренное снижение номинального обменного курса, обеспечивающее долгосрочную стабилизацию торгового баланса. Приток прямых иностранных инвестиций в «новые» отрасли.
Инфляция	Снижение до 5%, затем до 2-3%	Умеренное снижение инфляции	Умеренное снижение инфляции
Монетарная сфера	Переход к инфляционному таргетированию. Высокие процентные ставки для сдерживания инфляции и предотвращения перегрева кредитного рынка.	Низкие процентные ставки для поддержки инвестиций. Избыток сбережений. Развитие внутреннего финансового сектора.	Средние процентные ставки (баланс между стимулированием сбережений и доступностью кредитов)
Особенности сценариев	Риск передачи стратегических активов при урегулировании проблемного внешнего долга	Финансовый сектор зависит от сбережений населения. Недопущение «ухода» сбережений в валюту.	Риск усиления оттока капитала. Реформирование финансового сектора, обеспечивающее трансформацию сбережений в кредиты с приемлемыми рисками, объемами и сроками.

**Таблица 6.2. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПРОГНОЗА
социально-экономического развития Российской Федерации (либерально-консервативный сценарий)**

	Единица измерения	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Индекс потребительских цен декабрь к декабрю	в %	113,3	108,9	108,6	107,8	107,0	106,0	105,6	106,3	106,2	107,9	104,9	106,2	106,2	103,5	102,8	102,0	101,7	102,0
	в % к пред. году	114,1	111,8	108,3	107,8	107,3	106,9	106,0	105,8	106,3	106,7	107,3	105,3	106,3	105,6	103,4	102,7	102,0	101,8
Валовой внутренний продукт	в % к пред. году	105,6	92,1	104,7	102,8	103,4	103,2	103,4	103,8	104,9	100,1	104,8	104,8	105,3	105,4	105,2	104,8	104,5	104,8
Реальные располагаемые доходы населения	в % к пред. году	101,9	102,3	107,0	103,5	105,2	105,1	105,7	106,3	106,0	99,4	102,0	103,6	104,6	105,1	105,6	105,0	105,0	105,5
Индекс реальной начисленной заработной платы на одного работника	в % к пред. году	111,5	97,2	102,3	103,4	105,9	107,4	108,6	108,4	106,3	100,8	102,6	104,3	105,8	106,8	106,4	106,2	106,2	105,7
Оборот розничной торговли	в % к пред. году	113,5	94,5	105,8	104,1	105,4	105,6	105,8	106,0	105,7	100,5	100,6	102,8	103,9	104,6	105,0	105,0	104,7	104,9
Объем платных услуг населению	в % к пред. году	104,8	95,7	105,1	102,6	103,9	104,8	103,9	106,0	106,3	98,8	102,6	103,0	107,8	104,7	105,5	104,6	105,0	104,4
Инвестиции в основной капитал	в % к пред. году	109,8	83,0	105,4	108,1	107,2	107,8	108,2	106,8	102,0	91,8	104,8	108,4	109,4	108,4	108,2	107,7	107,7	107,4
Экспорт товаров	млрд.долл. США	472	304	405	426	454	475	526	581	646	515	527	555	589	618	661	714	773	833
Импорт товаров	млрд.долл. США	292	192	240	292	342	394	457	531	562	504	478	488	525	566	611	661	717	775
Торговый баланс	млрд.долл. США	180	112	165	134	112	82	69	49	84	11	48	67	65	51	51	54	56	58
<i>Справочно:</i>																			
Цена на нефть Urals	долл/барр	94	61	82	85	90	93	104	116	130	90	91	95	98	100	104	111	117	124
Темп прироста мировой экономики	%	3,2	-2,0	2,4	2,6	3,0	3,5	3,5	3,9	1,0	-0,5	1,5	2,0	2,1	2,1	2,4	2,5	2,5	2,9
Курс евро к доллару	долл/евро	1,47	1,39	1,47	1,50	1,55	1,59	1,62	1,65	1,67	1,75	2,07	2,15	2,20	2,20	2,20	2,19	2,18	2,16
Курс доллара к рублю	руб/долл	24,9	31,7	29,2	28,2	28,1	27,7	26,6	25,4	26,7	32,1	38,2	41,0	41,8	42,6	43,0	42,7	42,0	41,4
Ставка рефинансирования	%	10,9	11,3	8,3	8,3	7,8	7,0	6,8	6,7	6,6	5,9	5,7	5,6	5,6	4,9	4,2	4,0	3,8	3,5

**Таблица 6.3. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПРОГНОЗА
социально-экономического развития Российской Федерации (социально-ориентированный сценарий)**

	Единица измерения	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Индекс потребительских цен декабрь к декабрю	в %	113,3	108,9	108,6	107,8	107,0	106,7	107,4	108,3	107,4	108,0	104,6	106,0	106,2	103,6	103,0	102,6	102,5	102,5
в среднем за год	в % к пред. году	114,1	111,8	108,3	107,8	107,3	107,0	106,9	107,6	108,2	107,6	107,2	105,0	106,1	105,6	103,5	102,9	102,6	102,5
Валовой внутренний продукт	в % к пред. году	105,6	92,1	104,7	102,8	103,4	104,0	105,3	105,8	106,4	100,5	104,7	105,1	104,6	104,6	104,6	104,4	103,8	103,9
Реальные располагаемые доходы населения	в % к пред. году	101,9	102,3	107,0	103,5	105,2	105,4	106,5	107,4	107,7	99,5	102,3	104,0	104,3	104,8	105,3	105,2	104,7	105,1
Индекс реальной начисленной заработной платы на одного работника	в % к пред. году	111,5	97,2	102,3	103,4	105,9	107,4	108,5	108,8	107,5	101,2	102,6	103,6	104,9	105,8	105,4	105,0	105,0	104,8
Оборот розничной торговли	в % к пред. году	113,5	94,5	105,8	104,1	105,4	105,5	105,5	106,4	106,9	101,3	100,8	103,1	104,0	104,3	104,8	104,9	104,7	104,6
Объем платных услуг населению	в % к пред. году	104,8	95,7	105,1	102,6	103,9	104,5	105,8	106,4	106,1	98,9	103,0	105,3	105,2	105,3	105,4	104,8	104,8	104,1
Инвестиции в основной капитал	в % к пред. году	109,8	83,0	105,4	108,1	107,2	108,5	108,6	108,1	106,0	93,9	104,4	106,9	107,6	107,5	106,7	105,7	104,7	104,5
Экспорт товаров	млрд.долл. США	472	304	405	426	454	475	525	581	650	524	541	574	614	639	681	730	781	831
Импорт товаров	млрд.долл. США	292	192	240	292	342	389	433	480	514	478	467	485	526	572	614	654	696	737
Торговый баланс	млрд.долл. США	180	112	165	134	112	86	92	101	136	46	74	89	88	68	67	75	85	93
<i>Справочно:</i> Цена на нефть Urals	долл/барр	94	61	82	85	90	93	104	116	130	90	91	95	98	100	104	111	117	124
Темп прироста мировой экономики	%	3,2	-2,0	2,4	2,6	3,0	3,5	3,5	3,9	1,0	-0,5	1,5	2,0	2,1	2,1	2,4	2,5	2,5	2,9
Курс евро к доллару	долл/евро	1,47	1,39	1,47	1,50	1,55	1,59	1,62	1,65	1,67	1,75	2,07	2,15	2,20	2,20	2,20	2,19	2,18	2,16
Курс доллара к рублю	руб/долл	24,9	31,7	29,2	28,2	28,1	28,2	28,8	30,1	32,4	37,3	42,9	45,2	45,4	45,8	46,3	46,6	46,8	46,9
Ставка рефинансирования	%	10,9	11,3	8,3	8,3	7,8	6,0	6,7	6,4	4,1	3,8	4,2	4,6	4,3	3,9	3,7	3,7	3,6	3,3

**Таблица 6.4. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПРОГНОЗА
социально-экономического развития Российской Федерации (сценарий индустриальной модернизации)**

	Единица измерения	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Индекс потребительских цен декабрь к декабрю	в %	113,3	108,9	108,6	107,8	107,1	107,0	108,0	108,9	107,5	107,6	104,4	106,3	106,8	104,1	103,3	102,7	102,6	102,7
в среднем за год	в % к пред. году	114,1	111,8	108,3	107,8	107,3	107,1	107,3	108,3	108,6	107,6	106,9	104,9	106,5	106,2	103,9	103,2	102,7	102,7
Валовой внутренний продукт	в % к пред. году	105,6	92,1	104,7	102,8	103,6	105,3	106,9	107,1	106,2	100,4	105,0	105,8	106,6	106,2	106,2	106,3	105,6	105,2
Реальные располагаемые доходы населения	в % к пред. году	101,9	102,3	107,0	103,5	105,4	106,4	107,9	108,2	107,1	99,1	102,0	104,0	105,2	105,1	105,8	105,8	105,5	105,5
Индекс реальной начисленной заработной платы на одного работника	в % к пред. году	111,5	97,2	102,3	103,4	106,1	108,0	109,5	108,7	107,4	101,2	102,9	104,5	104,7	105,1	104,8	104,9	104,9	104,7
Оборот розничной торговли	в % к пред. году	113,5	94,5	105,8	104,1	105,6	106,0	106,6	107,4	107,0	100,9	100,5	103,0	104,4	104,9	105,1	105,4	105,3	105,1
Объем платных услуг населению	в % к пред. году	104,8	95,7	105,1	102,6	104,1	105,4	107,0	107,1	105,7	97,7	102,9	105,4	105,0	109,1	105,8	105,6	105,4	105,6
Инвестиции в основной капитал	в % к пред. году	109,8	83,0	105,4	108,1	108,3	110,2	111,8	110,5	106,9	95,3	105,4	108,7	110,6	109,1	109,1	108,4	107,1	106,8
Экспорт товаров	млрд.долл. США	472	304	405	426	454	475	527	584	656	531	550	584	624	658	707	767	831	897
Импорт товаров	млрд.долл. США	292	192	240	292	343	391	438	491	535	510	506	526	568	618	671	726	781	836
Торговый баланс	млрд.долл. США	180	112	165	134	111	85	88	93	121	22	44	58	56	40	36	41	50	61
<i>Справочно:</i> Цена на нефть Urals	долл/барр	94	61	82	85	90	93	104	116	130	90	91	95	98	100	104	111	117	124
Темп прироста мировой экономики	%	3,2	-2,0	2,4	2,6	3,0	3,5	3,5	3,9	1,0	-0,5	1,5	2,0	2,1	2,1	2,4	2,5	2,5	2,9
Курс евро к доллару	долл/евро	1,47	1,39	1,47	1,50	1,55	1,59	1,62	1,65	1,67	1,75	2,07	2,15	2,20	2,20	2,20	2,19	2,18	2,16
Курс доллара к рублю	руб/долл	24,9	31,7	29,2	28,2	28,1	28,5	29,7	31,5	33,6	37,6	42,4	45,4	46,9	48,1	48,8	49,3	49,7	50,1
Ставка рефинансирования	%	10,9	11,3	8,3	8,3	7,8	7,0	7,1	6,7	5,1	4,6	4,7	5,1	4,8	4,4	4,1	4,1	4,0	3,7

Таблица 6.5. ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, в млрд. долл.

а) Либерально-консервативный

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Счет текущих операций	100	78	63	40	18	-4	-13	-83	-24	16	16	0	-1	-1	-4	0
Торговый баланс	165	134	112	82	69	49	84	11	48	67	65	51	51	54	56	58
Баланс услуг	-34	-34	-36	-42	-51	-59	-55	-45	-40	-44	-48	-51	-56	-62	-68	-75
Прочие операции	-32	-22	-14	1	-1	6	-41	-48	-33	-6	-1	-1	4	6	8	17
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	-5	13	32	66	70	50	38	-15	-23	-24	16	12	23	51	65	-11
Операции сектора государственного управления	13	6	6	-4	-4	-3	-3	-3	-3	-3	-2	-2	-1	-1	0	0
Операции негосударственного сектора	-18	7	26	70	74	54	41	-12	-19	-21	18	13	25	52	65	-11
прямые инвестиции полученные	50	57	65	74	84	93	97	68	72	84	96	108	111	123	127	120
прочие операции	-68	-50	-39	-4	-10	-40	-56	-80	-92	-105	-78	-94	-86	-71	-62	-131
Изменение валютных резервов	-95	-91	-95	-106	-88	-47	-25	98	47	8	-32	-11	-22	-50	-61	10

б) Социально-ориентированный

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Счет текущих операций	100	79	64	49	52	64	53	-39	15	57	57	39	45	48	51	58
Торговый баланс	165	134	112	86	92	101	136	46	74	89	88	68	67	75	85	93
Баланс услуг	-34	-34	-35	-38	-40	-44	-45	-40	-32	-36	-37	-38	-41	-45	-50	-57
Прочие операции	-32	-21	-13	1	0	8	-38	-46	-27	4	6	9	19	18	16	22
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	-7	12	32	52	36	24	50	-25	-41	-38	17	1	11	21	23	-60
Операции сектора государственного управления	13	6	6	2	2	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4
Операции негосударственного сектора	-19	6	26	50	34	21	47	-29	-45	-42	13	-3	7	17	19	-64
прямые инвестиции полученные	50	57	65	74	82	91	95	66	63	73	83	94	97	107	110	99
прочие операции	-70	-50	-39	-23	-48	-70	-48	-95	-108	-115	-71	-97	-89	-90	-91	-163
Изменение валютных резервов	-94	-91	-96	-101	-88	-88	-103	65	26	-19	-74	-41	-56	-70	-74	2

в) Индустриальная модернизация

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Счет текущих операций	100	79	62	48	47	54	34	-70	-23	19	22	6	7	15	25	46
Торговый баланс	165	134	111	85	88	93	121	22	44	58	56	40	36	41	50	61
Баланс услуг	-34	-34	-35	-37	-41	-46	-48	-44	-36	-38	-39	-39	-41	-43	-45	-48
Прочие операции	-32	-21	-14	1	0	7	-39	-48	-31	-2	4	5	12	17	21	33
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	-7	12	32	50	36	27	59	-8	-26	-28	25	20	-22	25	51	-37
Операции сектора государственного управления	13	6	6	5	6	7	-4	24	10	9	16	15	18	19	21	20
Операции негосударственного сектора	-19	6	26	45	30	20	63	-32	-36	-37	9	5	-39	7	31	-58
прямые инвестиции полученные	50	57	65	75	84	95	99	69	66	78	91	106	110	123	126	113
прочие операции	-70	-50	-39	-29	-54	-75	-36	-101	-102	-114	-83	-101	-149	-116	-95	-171
Изменение валютных резервов	-94	-91	-94	-99	-83	-81	-93	78	49	9	-47	-25	15	-40	-77	-9

Таблица 6.6. ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ КОНСОЛИДИРОВАННОГО БЮДЖЕТА ПО СЦЕНАРИЯМ,
в % к ВВП

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Либерально-консервативный																		
Доходы	34,9	30,2	30,4	29,1	28,8	27,9	27,9	27,9	28,5	27,6	28,6	29,2	29,2	28,8	28,8	28,9	28,9	28,9
Расходы	30,8	37,2	33,0	29,8	28,1	27,1	27,1	27,6	27,1	28,7	27,8	28,2	28,3	28,2	28,1	28,0	28,0	28,1
Дефицит	4,0	-7,0	-2,6	-0,6	0,7	0,9	0,8	0,3	1,5	-1,1	0,8	1,0	0,9	0,6	0,7	0,9	0,9	0,8
Социально-ориентированный																		
Доходы	34,9	30,2	30,4	29,1	28,8	28,0	28,3	28,6	29,1	27,6	28,3	28,8	28,8	28,4	28,4	28,6	28,7	28,8
Расходы	30,8	37,2	33,0	29,8	28,1	28,8	28,9	29,3	28,6	30,0	29,0	29,7	30,1	30,2	30,4	30,7	30,9	31,4
Дефицит	4,0	-7,0	-2,6	-0,6	0,7	-0,8	-0,7	-0,7	0,5	-2,3	-0,6	-0,9	-1,3	-1,8	-2,0	-2,2	-2,2	-2,6
Индустриальная модернизация																		
Доходы	34,9	30,2	30,4	29,1	28,8	28,1	28,4	28,7	29,1	27,5	28,0	28,6	28,6	28,2	28,0	28,0	28,0	28,0
Расходы	30,8	37,2	33,0	29,8	28,0	29,3	29,7	29,9	29,0	30,5	29,6	30,0	30,6	29,9	29,9	29,8	29,8	29,7
Дефицит	4,0	-7,0	-2,6	-0,6	0,8	-1,2	-1,3	-1,2	0,1	-3,0	-1,6	-1,4	-2,0	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,6

Таблица 6.7. СЧЕТ ИСПОЛЬЗОВАННОГО ВВП ПО СЦЕНАРИЯМ, в % к ВВП

а) Либерально-консервативный

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Расходы на конечное потребление	66,4	74,7	69,3	68,8	68,5	70,1	70,6	71,4	70,5	72,7	71,4	70,9	71,0	71,3	70,9	70,6	70,1	69,4
домашних хозяйств	48,9	53,8	51,7	52,8	53,9	55,5	56,1	56,8	56,5	58,8	58,0	57,4	57,6	57,7	57,3	57,1	56,7	55,9
государственное управление	17,1	20,3	17,0	15,5	14,0	14,0	14,0	14,1	13,6	13,4	12,9	13,0	12,9	13,2	13,2	13,1	13,0	13,1
некоммерческих организаций, обслуживающих домашние хозяйства	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Валовое накопление	24,6	18,0	22,4	25,6	27,7	28,1	28,7	29,0	28,6	28,6	28,2	28,2	28,4	28,7	29,3	29,6	30,2	31,0
валовое накопление основного капитала (включая чистое приобретение ценностей)	22,2	20,2	19,8	20,7	21,1	21,6	22,1	22,4	22,0	22,0	21,7	21,6	21,9	22,2	22,7	23,1	23,7	24,5
изменение запасов материальных оборотных средств и расхождение	2,4	-	2,6	4,9	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,6
Чистый экспорт	8,9	7,3	8,3	5,6	3,9	1,8	0,7	-0,3	0,9	-1,3	0,4	0,9	0,6	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
экспорт	31,1	27,8	28,1	26,3	25,6	24,1	23,0	22,0	22,9	22,0	24,3	24,9	24,3	23,6	23,3	23,0	22,7	22,2
импорт	22,2	20,5	19,7	20,7	21,7	22,3	22,3	22,3	22,0	23,3	24,0	24,0	23,7	23,6	23,5	23,3	23,0	22,6

б) Социально-ориентированный

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Расходы на конечное потребление	66,4	74,7	69,3	69,2	69,3	70,3	70,0	69,9	68,8	71,3	70,0	69,9	70,0	70,6	70,4	70,3	70,1	69,6
домашних хозяйств	48,9	53,8	51,7	52,8	53,9	54,8	54,6	54,5	53,7	56,3	55,5	55,2	55,4	55,8	55,6	55,5	55,4	54,8
государственное управление	17,1	20,3	17,0	15,9	14,8	15,0	15,0	15,0	14,7	14,6	14,1	14,3	14,2	14,5	14,4	14,4	14,3	14,4
некоммерческих организаций, обслуживающих домашние хозяйства	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Валовое накопление	24,6	18,0	22,4	25,2	26,8	27,5	27,8	28,0	28,1	28,4	28,3	28,0	28,2	28,4	28,8	28,8	29,0	29,5
валовое накопление основного капитала (включая чистое приобретение ценностей)	22,2	20,2	19,8	20,7	21,1	21,8	22,1	22,3	22,4	22,7	22,6	22,3	22,5	22,7	23,1	23,1	23,3	23,9
изменение запасов материальных оборотных средств и расхождение	2,4	-	2,6	4,5	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Чистый экспорт	8,9	7,3	8,3	5,6	3,9	2,2	2,2	2,1	3,1	0,2	1,7	2,1	1,8	1,0	0,8	0,8	0,9	0,9
экспорт	31,1	27,8	28,1	26,4	25,6	24,4	24,3	24,5	25,1	23,2	25,2	25,5	24,9	24,1	23,8	23,7	23,5	23,1
импорт	22,2	20,5	19,7	20,7	21,7	22,2	22,2	22,3	22,0	23,0	23,5	23,5	23,1	23,1	23,0	22,8	22,6	22,2

6. Долгосрочный прогноз развития российской экономики

в) Индустриальная модернизация

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Расходы на конечное потребление	66,4	74,7	69,2	69,2	69,6	70,6	70,2	69,9	68,8	71,5	70,3	70,0	69,9	70,3	69,9	69,7	69,2	68,3
домашних хозяйств	48,9	53,8	51,7	52,8	53,8	54,5	53,9	53,5	52,7	55,1	54,2	53,7	53,1	53,4	52,7	52,1	51,5	50,7
государственное управление	17,1	20,3	17,0	15,9	15,2	15,6	15,8	15,9	15,6	15,9	15,8	15,9	16,5	16,5	16,9	17,2	17,4	17,3
некоммерческих организаций, обслуживающих домашние хозяйства	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Валовое накопление	24,6	18,0	22,4	25,2	26,6	27,2	27,9	28,3	28,8	29,4	29,4	29,2	29,5	29,7	30,2	30,3	30,6	31,4
валовое накопление основного капитала (включая чистое приобретение ценностей)	22,2	20,2	19,8	20,7	21,3	21,9	22,6	23,0	23,5	24,1	24,1	23,9	24,2	24,4	24,9	25,1	25,4	26,1
изменение запасов материальных оборотных средств и расхождение	2,4	-	2,6	4,5	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Чистый экспорт	8,9	7,3	8,3	5,6	3,8	2,2	2,0	1,8	2,5	-0,8	0,3	0,8	0,6	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,3
экспорт	31,1	27,8	28,1	26,4	25,5	24,4	24,4	24,4	24,8	22,3	23,9	24,7	24,3	23,6	23,3	23,2	23,0	22,9
импорт	22,2	20,5	19,7	20,7	21,7	22,3	22,4	22,6	22,3	23,1	23,6	23,9	23,7	23,6	23,4	23,2	22,9	22,6

Таблица 6.8. СЧЕТ ОБРАЗОВАНИЯ ДОХОДОВ ПО СЦЕНАРИЯМ, в % к ВВП

а) Либерально-консервативный

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Оплата труда наемных работников	47,3	52,0	49,1	52,7	54,6	57,3	59,2	61,2	61,6	62,7	63,0	62,8	62,9	63,4	63,0	62,7	62,0	60,9
заработная плата	40,2	44,3	42,3	43,4	44,9	47,1	48,7	50,3	50,7	51,6	51,8	51,5	51,4	51,8	51,6	51,3	50,7	49,8
отчисления на социальное страхование, в т.ч.	7,1	7,6	6,8	9,4	9,7	10,2	10,5	10,9	10,9	11,1	11,2	11,3	11,4	11,5	11,4	11,4	11,3	11,1
фактические отчисления на социальное страхование	6,4	6,9	6,2	8,5	8,8	9,2	9,5	9,8	9,9	10,1	10,1	10,2	10,3	10,4	10,4	10,3	10,2	10,0
условно исчисленные отчисления на социальное страхование	0,7	0,7	0,6	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Налоги на производство и импорт	20,5	19,4	21,3	21,6	21,9	21,6	21,8	21,8	22,5	21,6	22,9	23,6	23,5	23,2	23,1	23,1	23,0	22,8
налоги на продукты	15,3	15,3	16,9	17,3	17,6	17,4	17,6	17,6	18,1	17,7	18,7	19,3	19,3	19,1	19,1	19,1	19,1	19,0
другие налоги на производство	5,2	4,1	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2	4,4	3,9	4,1	4,3	4,2	4,1	4,0	3,9	3,9	3,8
Субсидии на производство и импорт (-)	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Валовая прибыль экономики и валовые смешанные доходы	32,9	29,4	30,3	26,3	24,1	21,6	19,6	17,5	16,3	16,1	14,5	14,1	14,0	13,8	14,3	14,6	15,3	16,6
валовая прибыль экономики	23,8	19,2	19,3	16,1	14,3	12,7	11,3	10,0	9,3	9,1	8,0	7,7	7,7	7,6	7,9	8,1	8,6	9,4
валовые смешанные доходы	9,1	10,2	11,0	10,2	9,8	9,0	8,2	7,5	7,0	7,1	6,5	6,3	6,3	6,2	6,3	6,5	6,8	7,2

б) Социально-ориентированный

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Оплата труда наемных работников	47,3	52,0	49,1	52,7	54,6	56,0	57,3	58,9	59,4	60,2	60,3	59,8	59,9	60,3	59,9	59,8	59,1	58,2
заработная плата	40,2	44,3	42,3	43,4	44,9	46,1	47,1	48,4	48,8	49,5	49,6	49,1	49,0	49,3	49,0	48,9	48,4	47,6
отчисления на социальное страхование, в т.ч.	7,1	7,6	6,8	9,4	9,7	10,0	10,2	10,5	10,6	10,7	10,7	10,7	10,9	11,0	10,9	10,9	10,7	10,6
фактические отчисления на социальное страхование	6,4	6,9	6,2	8,5	8,8	9,0	9,2	9,5	9,5	9,7	9,7	9,7	9,8	9,9	9,9	9,8	9,7	9,6
условно исчисленные отчисления на социальное страхование	0,7	0,7	0,6	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Налоги на производство и импорт	20,5	19,4	21,3	21,6	21,9	21,5	21,9	22,3	22,8	21,2	22,2	22,6	22,6	22,3	22,3	22,4	22,5	22,4
налоги на продукты	15,3	15,3	16,9	17,3	17,6	17,4	17,6	17,8	18,1	17,3	18,1	18,4	18,5	18,3	18,4	18,5	18,6	18,5
другие налоги на производство	5,2	4,1	4,3	4,3	4,3	4,2	4,3	4,4	4,7	3,9	4,1	4,2	4,2	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9
Субсидии на производство и импорт (-)	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Валовая прибыль экономики и валовые смешанные доходы	32,9	29,4	30,3	26,3	24,1	22,9	21,4	19,3	18,3	19,0	17,9	17,9	17,9	17,8	18,1	18,2	18,7	19,7
валовая прибыль экономики	23,8	19,2	19,3	16,1	14,3	13,5	12,6	11,3	10,7	11,1	10,4	10,4	10,4	10,3	10,6	10,6	10,9	11,6
валовые смешанные доходы	9,1	10,2	11,0	10,2	9,8	9,4	8,8	8,0	7,6	7,9	7,5	7,5	7,5	7,4	7,5	7,6	7,7	8,1

в) Индустриальная модернизация

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Оплата труда наемных работников	47,3	52,0	49,1	52,7	54,6	56,6	57,8	59,2	59,2	60,1	60,2	60,4	60,4	60,3	59,6	59,2	58,3	56,9
заработная плата	40,2	44,3	42,3	43,4	44,9	46,5	47,6	48,7	48,7	49,4	49,5	49,6	49,4	49,4	48,8	48,5	47,7	46,5
отчисления на социальное страхование, в т.ч.	7,1	7,6	6,8	9,4	9,7	10,1	10,3	10,5	10,5	10,7	10,7	10,8	11,0	11,0	10,8	10,8	10,6	10,3
фактические отчисления на социальное страхование	6,4	6,9	6,1	8,5	8,8	9,1	9,3	9,5	9,5	9,7	9,7	9,8	9,9	9,9	9,8	9,7	9,6	9,4
условно исчисленные отчисления на социальное страхование	0,7	0,7	0,6	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Налоги на производство и импорт	20,5	19,4	21,2	21,6	21,9	21,7	21,9	22,2	22,6	20,9	21,7	22,3	22,3	21,8	21,6	21,5	21,4	21,2
налоги на продукты	15,3	15,3	16,9	17,3	17,6	17,3	17,4	17,6	17,8	16,8	17,5	18,0	17,9	17,7	17,5	17,5	17,4	17,3
другие налоги на производство	5,2	4,1	4,3	4,3	4,3	4,4	4,5	4,6	4,8	4,1	4,2	4,3	4,3	4,1	4,1	4,0	3,9	3,9
Субсидии на производство и импорт (-)	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Валовая прибыль экономики и валовые смешанные доходы	32,9	29,4	30,4	26,3	24,1	22,2	20,7	19,1	18,6	19,4	18,4	17,6	17,7	18,2	19,1	19,6	20,6	22,2
валовая прибыль экономики	23,8	19,2	19,4	16,1	14,4	13,2	12,2	11,3	11,0	11,5	10,9	10,3	10,4	10,8	11,5	11,8	12,5	13,6
валовые смешанные доходы	9,1	10,2	11,0	10,2	9,7	9,1	8,5	7,8	7,5	7,9	7,6	7,3	7,3	7,4	7,7	7,8	8,1	8,6

Таблица 6.9. ВАЛОВОЕ СБЕРЕЖЕНИЕ ПО СЦЕНАРИЯМ, в % к ВВП

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Либерально-консервативный	30,1	22,9	29,6	30,4	31,5	30,7	30,3	29,9	29,7	27,2	28,9	30,3	30,3	30,1	30,6	30,8	31,4	32,2
Социально-ориентированный	30,1	22,9	29,6	30,0	30,7	30,4	30,8	31,3	31,3	28,4	30,3	31,3	31,2	30,7	31,1	31,1	31,3	31,8
Индустриальная модернизация	30,1	22,9	29,6	30,0	30,4	30,1	30,7	31,3	31,3	28,3	29,9	31,1	31,4	31,1	31,6	31,8	32,3	33,4

Приложение 1. Российская экономика в 2009 г.: ключевые события

Важнейшие события в мире в экономической сфере:

1. Решения лондонского саммита G20:
 - принятие решения о наднациональном финансовом регулировании в Евросоюзе;
 - рост доли развивающихся стран в МВФ, возможное изменение процедуры расчета долей.
2. Решение МВФ выдавать кредиты странам, экономики которых благополучны, но находятся под риском дестабилизации (FCL).
3. Решение ФРС о покупках облигаций Казначейства и корпоративных облигаций в дополнение к покупкам ипотечных и облигаций денежного рынка.
4. Решение ЕЦБ о покупке обеспеченных облигаций во владении банков зоны евро.
5. Соглашения о переходе на своповую систему расчетов по внешней торговле в парных валютах вместо доллара США (Китай и другие страны).
6. Банкротства GM и Chrysler, а затем ряда крупных финансовых институтов «второго уровня».
7. Решения о массивных бюджетных вливаниях в экономики США, Франции, Германии, Японии начиная с марта, огромная госпомощь (с частичной национализацией) финансовой системе Великобритании.

Важнейшие события в российской экономике:

Январь

1. Вступили в действие антикризисные налоговые новации (снижение налога на прибыль и др.).
2. Правительство на 9 месяцев повысило ставки ввозных таможенных пошлин на отдельные виды проката и труб из черных металлов, а также на импортные автомобили.
3. Автопроизводители (АвтоВАЗ, ГАЗ, КАМАЗ) перешли на сокращенную рабочую неделю.
4. ОАО РЖД в декабре 2008 г., начав пересмотр инвестиционной программы, объявило о сокращении в декабре 5.7 тыс. человек, а в ближайшие три года - до 40 тыс. человек.
5. Банк России заявил о завершении политики «мягкой девальвации», с 23 января установлена верхняя граница коридора БВК на уровне 41 руб.
6. С января увеличен размер социальных выплат населению.

Февраль

1. Подписаны постановления Правительства о предоставлении гарантий по кредитам предприятиям ОПК в объеме до 70% суммы кредита и иным предприятиям в размере до 50% суммы кредита.
2. Правительство объявило о выделении 56 млрд. руб. кредитов стратегическим предприятиям ОПК. В отношении четырех предприятий принято решение об их докапитализации на сумму 30 млрд. руб.
3. К марту в режиме неполной занятости находилось 1180 тыс. человек против 150 тыс. человек в декабре 2008 г.

Март

1. Автопроизводители (ГАЗ, АвтоВАЗ, СП Тойота) объявили о массовом сокращении занятых, урезании производственных программ и приостановке выпуска.
2. Минтранс объявил об отказе от строительства новых аэропортов в 2009 г.
3. ОАО «ФСК» объявило о планах по сокращению инвестпрограммы на 2009 г. на 150 млрд. руб.
4. Правительство приняло решение о предоставлении субсидий авиационным предприятиям по лизингу оборудования на 1.4 млрд. руб.
5. Финансирование регионов увеличено на 20 млрд. руб. в целях поддержки программы закупки автотранспорта.
6. Базовая часть пенсий проиндексирована на 8.7%.
7. Опубликована Программа антикризисных мер Правительства Российской Федерации на 2009 год.
8. Вступило в действие Постановление Правительства о выдаче льготных рублевых автокредитов сроком на три года.

Апрель

1. Страховая составляющая пенсии увеличена на 17.5%
2. ОАО «РЖД» и группа «ГАЗ» объявили о масштабном сокращении рабочих мест. Около 20% персонала ОАО «РЖД» отправлено в отпуск без сохранения зарплаты.
3. Объявлено о выделении ОАО «РЖД» дополнительной помощи от государства в размере около 100 млрд. руб., направленной, в первую очередь, на обновление подвижного состава.
4. Завершена интеграция активов ОАО «Объединенная судостроительная корпорация» (ОСК).

5. Руководство ФСК «ЕЭС» объявило о сокращении инвестпрограммы в 1.5 раза (на 244 млрд. руб.)
6. Правительство дополнительно выделило 34 млрд. руб. на борьбу с безработицей.
7. Президент Д.А. Медведев подписал уточненный федеральный бюджет на 2009 год.
8. Центробанк впервые с начала кризиса снизил ставку рефинансирования на 0.5 проц. п. до уровня 12.5 %.

Май

1. Объявлено о сокращении инвестиционных программ энергетических компаний.
2. Пересмотрены инвестиционные планы крупнейших российских компаний («Русгидро», «МРСК Урала», «Салаватнефтеоргсинтез», «Дикси» и др.).
3. Газпром объявил о планах сокращения инвестпрограммы.
4. Остановлено производство ОАО «Трансмаш», «Ford», «КамАЗ» и др.

Июнь

1. Ряд крупных инфраструктурных и энергетических компаний объявил о сокращении инвестпрограмм.
2. Состоялась мировая премьера во французском Ле-Бурже.

Июль

1. Скорректированы инвестпрограммы инфраструктурных компаний («МРСК Сибири», «Московский метрополитен», «Трансконтейнер», «Архэнергосбыт», «Омскводоканал»).
2. ОАО «ФСК» объявило о сокращении инвестпрограммы на 2010-2012 гг. на 50%.
3. Одобрено предоставление группе «ГАЗ» госгарантий на сумму 20 млрд. руб.
4. Принято решение об увеличении государственной поддержки малого и среднего бизнеса с 30 млрд. руб. до 40 млрд. руб.

Август

1. Топливные компании (Газпром, Лукойл и др.) сократили инвестпрограммы.
2. Авария на Саяно-Шушенской ГЭС.

Сентябрь

1. «АвтоВАЗ» произвел увольнение 4997 человек. Объявлено о намерении к декабрю сократить 36 тыс. сотрудников, или более трети персонала.

Октябрь

1. РЖД начала отказываться от режима неполного рабочего времени, введенного в рамках антикризисных мер.

2. Объявлено о сокращении инвестпрограмм инфраструктурных компаний («Мосэнерго», «Ленэнерго», АК «Транснефть» и др.).
3. Действие повышенных импортных пошлин на новые и подержанные автомобили продлено еще на 9 месяцев.

Ноябрь

1. Группа «ГАЗ» с сентября восстановила пятидневную рабочую неделю.
2. Несколько крупных компаний («Газпром», «Сибур», «МЭС Северо-запада» и X5 Retail Group) объявили о пересмотре инвестпрограмм на 2010 г. в сторону их повышения.
3. Объявлено о планах по сокращению на 10% численности сотрудников Сбербанка (27 тыс. человек)⁴⁰.
4. 23 ноября 2009 г. Президент Российской Федерации Д.А. Медведев подписал Федеральный закон № 261-ФЗ «Об энергосбережении и о повышении энергетической эффективности и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Декабрь

1. Базовая часть трудовой пенсии проиндексирована на 31,4%.
2. Вступило в силу Постановление Правительства об освобождении на неопределенный срок 13 восточносибирских нефтяных месторождений от экспортной пошлины на нефть.
3. Достигнуты соглашения по реструктуризации долгов крупных компаний (UC Rusal, En+ Group, Evraz Group, «Мечел», ГК «ПИК»).
4. РЖД объявило о планах увеличения инвестпрограммы на 2010 г на 3%.
5. Принято решение об увеличении инвестпрограммы «Норникеля» по российским предприятиям в 2010 г.
6. Начата эксплуатация нефтепроводной системы «Восточная Сибирь – Тихий Океан».
7. В Роснефти за весь 2009 г. было уволено 9 тыс. работников.
8. В 2009 г. из обанкротившихся КД Авиа (Калининград), Дальавиа (Хабаровск) были проведены массовые увольнения персонала. Сокращения квалифицированных кадров проводились в компании «Аэрофлот» - в пределах до 2 тыс. человек- и в «Сибири» - до 1 тыс. человек.
9. К середине 2009 г. в результате кризиса резко обострилось положение в сфере занятости в моногородах, прежде всего на Урале, Северо-Западе и в Сибири. К концу 2009 г. около 100 тыс. жителей моногородов находились под угрозой увольнения.

⁴⁰ В начале 2010 г. банк ВТБ объявил о планах по сокращению 10% персонала головного и региональных офисов.

Важнейшие события в бюджетной сфере

Январь

1. Вступление в действие антикризисных налоговых новаций.
2. Средства ФНБ в размере 400 млрд. руб. размещены на депозитах в ВЭБе (направление использования – предоставление субординированных кредитов и поддержка фондового рынка).
3. Объявлено о выделении 325 млрд. руб. на поддержку системообразующих предприятий России.
4. Объявлено о предоставлении дополнительной помощи бюджетам субъектов РФ в размере более 300 млрд. руб.

Февраль

1. Объявлено о возврате свободных средств госкорпораций «Роснано» и «Фонд ЖКХ» в федеральный бюджет общим объемом 160.4 млрд. руб.
2. А.Л. Кудрин объявил, что общий объем помощи банковской системе в 2009 г. составит 650 млрд. руб. (300 млрд. через вхождение в капитал, 350 млрд. руб. через субординированные кредиты).
3. Межведомственная комиссия по поддержке стратегических предприятий и организаций оборонно-промышленного комплекса одобрила выдачу кредитов 68 предприятиям ОПК на сумму 56 млрд. руб.

Март

1. В Бюджетный кодекс внесены поправки, снимающие ограничения на размер дефицита федерального бюджета до 2013 г.
2. Принято решение о возврате к годовому бюджету, бюджет на 2010-2011 гг. признан утратившим силу.
3. Принято постановление об обнулении НДС на технологическое оборудование, не производимое на территории РФ.

Апрель

1. Принято решение о нулевой пошлине на экспорт нефти с месторождений Восточной Сибири.
2. Одобрено введение налоговых каникул для нефтяных месторождений в Охотском и Черном морях, понижающих коэффициентов для выработанных и малых месторождений, и дифференцированной ставки НДС по углю.

Июнь

1. Объявлено о повышении порога по упрощенному налогообложению для малого бизнеса с 30 до 60 млн. руб. в год сроком на три года.

Июль

1. Официально объявлено, что государство вложит в капитал ВТБ 180 млрд. руб. в результате дополнительной эмиссии его акций.
2. Объявлено о сокращении срока возмещений по НДС (в обмен на банковские гарантии).

Август

1. Правительство одобрило законопроект о централизации поступлений от НДС в федеральном бюджете с 2010 г., а также об увеличении с 2010 г. доли прибыли ЦБ, перчисляемой в федеральный бюджет с 50% до 75%.

Сентябрь

1. Минфин объявил о том, что в бюджет 2009 г. будет дополнительно включено 75 млрд. руб. на госгарантии по инфраструктурным облигациям.
2. Правительство одобрило ускоренную индексацию акцизов на табачную и слабоалкогольную продукцию, а также повышение ставок транспортного налога с 2010 г.

Важнейшие события в денежно-кредитной и банковской сфере:

Январь

1. Банк России заявил о завершении политики «мягкой девальвации». С 23.01.09 января установлена верхняя граница технического коридора бивалютной корзины на уровне 41 руб.
2. С начала кризиса на санацию банков направлено 146 млрд. руб.: 114 млрд. руб. за счет Банка России, 32 млрд. руб. за счет Агентства по страхованию вкладов. Число санлируемых банков достигло 15, среди которых два крупных («Союз» и ВЕФК).
3. Банк России принял решение увеличить с 20 января 2009 г. максимальный срок кредитования банков под залог нерыночных активов до 365 календарных дней. Процентная ставка по кредитам Банка России, обеспеченным активами, предоставляемым на срок от 181 до 365 календарных дней, установлена в размере 13% годовых.
4. В конце января падение индекса РТС сменилась ростом. Дно было достигнуто на уровне 399 пункта.

Февраль

1. Президентом России Д. Медведевым подписан закон о минимальном капитале банков: если размер капитала на 01.01.2007 г. был менее 90 млн. руб., то банк обязан его довести до указанного размера к 01.01.10, а к 01.01.12 – до 180 млн. руб.
2. Прекратилась долларизация депозитов населения, возобновился рост рублевых депозитов.
3. Подписаны постановления Правительства о предоставлении гарантий по кредитам предприятиям ОПК в объеме до 70% суммы кредита и прочим предприятиям в размере до 50% о суммы кредита. Правительство решило выделить 56 млрд. руб. кредитов стратегическим предприятиям ОПК.

Апрель

1. Банк России впервые с начала кризиса пошел на снижение ставки рефинансирования. Также было принято решение перейти к повышению нормативов обязательных резервов.

Июнь

1. Вступил в силу закон N 168-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы Российской Федерации". Согласно закону, общая сумма субординированных кредитов ВЭБа не должна превышать 50% от величины собственного капитала и 300% от суммы взносов третьих лиц (осуществленных после 1 октября 2008 г.) в уставный капитал кредитуемого банка
2. Госдума приняла закон о докапитализации банков за счет обмена облигаций федерального займа (ОФЗ) на привилегированные акции банков по цене, равной их номинальной стоимости. При этом максимальный объем привилегированных акций банка не должен превышать 100% величины основного капитала банка по состоянию на 1 июля 2009 г. Общая номинальная стоимость привилегированных акций не должна быть менее 25 млн. рублей.
3. В.Путин подписал новый вариант механизма предоставления госгарантий по кредитам предприятиям на осуществление основной производственной деятельности и капитальные вложения. Ответственность де-юре осталась субсидиарной, только в смягченном варианте. Как и прежде, до 100 млрд. рублей предназначено на гарантии по кредитам стратегическим предприятиям ОПК, еще 200 млрд. рублей – остальным отраслям промышленности.
4. В.Путин дал поручения госбанкам – ВТБ, Сбербанку, ВЭБ, Россельхозбанку и Газпромбанку – увеличить кредитный портфель в июле на 150 млрд. рублей, доведя эту сумму к октябрю до 400-500 млрд рублей.

Июль

1. Банк России отменил рекомендации для банков по величине открытой валютной позиции и иностранных активов.
2. В капитал ВТБ внесены 180 млрд. руб. Средства предоставляются путем выкупа допэмиссии акций банка, согласно обсуждавшемуся в начале года плану.

Август

1. В целях снижения высоких ставок по депозитам населения Банк России предложил следующую схему расчета максимальной стоимости вкладов: средняя ставка топ-10 российских банков плюс 2 п.п.
2. Банк России – в стремлении подтолкнуть банки к тому, чтобы снизить высокие ставки депозитам и, впоследствии, по кредитам – предложил следующую схему расчета максимальной стоимости вкладов: средняя ставка топ-10 российских банков плюс 2 п.п.

Октябрь

1. Внешэкономбанк приостановил прием заявок банков на получение субординированных кредитов. Всего с осени 2008 г. были выданы кредиты 18 банкам на сумму 408 млрд. руб. из 410 млрд. руб., предусмотренных Федеральным законом «О внесении изменений в Федеральный закон «О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы Российской Федерации».

Декабрь

1. Банк России снизил ставку рефинансирования до исторического минимума 8.75% годовых
2. За декабрь совокупный объем просроченной задолженности предприятий перед банками (без учета ВТБ и Сбербанка) впервые уменьшился на 4.6%.

Основные меры государственного регулирования в сфере внешнеэкономической деятельности

Отрасль/сфера регулирования	Наименование и суть меры	Результат
Таможенно-тарифное и нетарифное регулирование⁴¹		
Автомобильная промышленность	Постановлением Правительства Российской Федерации от 5 декабря 2008 г. № 903 «О внесении изменений в Таможенный тариф Российской Федерации в отношении некоторых моторных транспортных средств», вступившим в действие в феврале 2009 г., была утверждена новая детализация в ТН ВЭД России всех бывших в эксплуатации автотранспортных средств - на бывшие в эксплуатации от 3 до 5 лет и бывшие в эксплуатации более 5 лет, а также повышены ставки ввозных таможенных пошлин на все виды автотранспортных средств, за исключением автобусов экологического класса ЕВРО-4 и выше. Кроме того, Постановлением Правительства Российской Федерации от 10 декабря 2008 г. № 943 «О внесении изменений в пункт 11 Положения о применении единых ставок таможенных пошлин, налогов в отношении товаров, перемещаемых через таможенную границу Российской Федерации физическими лицами для личного пользования» предусматривает повышение единых ставок таможенных пошлин, налогов, уплачиваемых при ввозе автомобилей физическими лицами, до уровня суммарного платежа (пошлина, НДС, акциз), выплачиваемого юридическими лицами при ввозе аналогичных товаров.	Повышение ставок ввозных таможенных пошлин в совокупности со спадом спроса привело к сокращению ввоза подержанных автомобилей иностранного происхождения на 74% для легковых автомобилей, 84% для грузовых и 67% для автобусов.
Автомобильная промышленность	Постановлением Правительства Российской Федерации от 31 декабря 2008 г. № 1082 «Об утверждении ставок ввозных таможенных пошлин в отношении отдельных видов металлообрабатывающего оборудования» были обнулены сроком на 9 месяцев ставки ввозной таможенной пошлины на автоматические прессовые линии штамповки, импортные аналоги которых позволяют осуществлять более эффективную штамповку кузовных деталей, предназначенных для сварки и сборки узлов и кузовов автомобилей	Обнуление пошлин при ввозе товаров оборудования создало условия для технологического развития российского производства автомобилей
Металлургия	Постановлением Правительства Российской Федерации от 9 января 2009 г. № 9 «О временных ставках ввозных таможенных пошлин в отношении отдельных видов проката и труб из черных металлов», были повышены ставки ввозных таможенных пошлин с 5 до 15% на прокат, до 15-20% - на трубы.	В целом, повышение ставок ввозных таможенных пошлин на отдельные виды проката и труб существенно снизило импорт этой продукции на 30-45%. Доля импорта на внутреннем рынке снизилась на 1-3 п.п. Вместе с тем, по ряду позиций (трубам для нефте- и газопроводов) повышение пошлин не привело к снижению импорта.
Металлургия	Постановлением Правительства Российской Федерации от 7 ноября 2008 г. № 813 с января 2009 г. сроком на 9 месяцев были отменены ставки ввозных пошлин на лом и отходы черных металлов.	Мера не дала ожидаемых результатов. Импорт этих товаров практически прекратился.

⁴¹ Включены только основные меры. Не включено снижение импортной пошлины на части для очков, игольчатый кокс, дублёную кожу, автоматические линии штамповки, вагоны. Не включено повышение импортной пошлины на кабели коаксиальные, содовый поликарбонат, пентаэритрит, оборудование для прачечных, снегоходную технику, вытяжное оборудование, лом и отходы магния.

Приложение 1. Российская экономика в 2009 г.: ключевые события

Отрасль/сфера регулирования	Наименование и суть меры	Результат
Авиастроение	Постановлением Правительства Российской Федерации от 14 сентября 2009 г. № 738 были установлены нулевые ставки ввозных таможенных пошлин на некоторые виды самолетов	Это решение позволяет российским авиаперевозчикам пользоваться самолетами иностранного производства на равных условиях с зарубежными конкурентами.
Потребительская электроника	Постановлением Правительства Российской Федерации от 11 сентября 2008 г. № 659 были обнулены ввозные пошлины на плазменные и жидкокристаллические экраны, а постановлением Правительства Российской Федерации 31 марта 2009 г. № 273 с 10 до 15% повышены ставки пошлин на телевизионные приемники с плазменными и жидкокристаллическими экранами.	Данные меры способствовали увеличению доли отечественного производства на внутреннем рынке с 60 до 70%.
Промышленное оборудование	Постановлением Правительства Российской Федерации от 15 сентября 2009 г. № 742 до 5% были повышены ставки более чем на 120 товарных позиций, в том числе на станки с числовым программным управлением.	За период действия меры импорт оборудования снизился на 15%.
Сельскохозяйственные и продовольственные товары	Постановлением Правительства Российской Федерации от 8 декабря 2008 г. № 918 «О временных ставках ввозных таможенных пошлин в отношении отдельных видов мяса крупного рогатого скота, свинины и мяса домашней птицы и о внесении изменений в постановление Правительства Российской Федерации от 5 декабря 2005 г. № 732» была снижена квота на импорт мяса птицы до 952 тыс. тонн и увеличена внеквотная ставка пошлины на ввоз мяса домашней птицы и свинины.	В результате действия мер импорт свинины и мяса птицы снизился на 21%. Доля импорта на внутреннем рынке снизилась на 5-6 п.п. до уровня 22% для мяса птицы и 19% для свинины.
Сельскохозяйственные и продовольственные товары	В соответствии с постановлением Правительства Российской Федерации от 15 апреля 2009 г. № 325 «Об утверждении ставок ввозных таможенных пошлин на сахар-сырец тростниковый и отдельные виды сахара и внесении изменений в постановления Правительства Российской Федерации от 15 декабря 2004 г. № 786 и от 16 сентября 2008 г. № 695» действуют ввозные таможенные пошлины на сахар-сырец в диапазоне 165-270 долларов США за тонну.	Данный уровень сезонных пошлин позволил в летние месяцы насытить рынок импортным сахаром-сырцом.
Сельскохозяйственные и продовольственные товары	Постановлением Правительства Российской Федерации от 31 января 2009 г. № 71 «О временных ставках ввозных таможенных пошлин в отношении сливочного масла и отдельных видов молочной продукции» и № 72 «О временных ставках ввозных таможенных пошлин в отношении отдельных видов молока и сливок», а также постановлением Правительства Российской Федерации от 20 августа 2009 г. № 680 «О внесении изменений в Таможенный тариф Российской Федерации в отношении отдельных видов сыров», была увеличена специфическая составляющая комбинированной ставки ввозной таможенной пошлины на сливочное масло с 0,22 евро за 1 кг до 0,35 евро за 1 кг, ставка ввозной таможенной пошлины на сухое молоко до 20% и установление сроком на 6 месяцев комбинированной ставки ввозных таможенных пошлин на отдельные виды сыров в размере, равном 15%, но не менее 0,5 евро за 1 кг.	В результате, повышение импортных пошлин на фоне слабого спроса и других мер внутренней экономической политики привело к снижению импорта сухого молока на 24%, сливочного масла – на 13%. Действие меры в отношении сыров имело очень ограниченный характер.
Сельскохозяйственные и продовольственные товары	Постановлением Правительства Российской Федерации от 8 мая 2009 г. № 399 предусматривалось повышение с 1 июня 2009 г. ставок ввозных таможенных пошлин на отдельные виды тропических масел с 0 до 10% сроком на 9 месяцев.	Несмотря на снижение импорта за время действия ставки в 3 раза, мера не дала в полном объеме запланированных результатов, т.к. негативным образом отразилась на некоторых других отраслях (например, мыловаренная промышленность), где используется пальмовое масло.
Сельскохозяйственные и продовольственные товары	Постановлением Правительства Российской Федерации от 15 апреля 2009 г. № 328 «О временной ставке ввозной таможенной пошлины на кукурузный и маниоковый крахмалы», была повышена с 21 мая 2009 г. сроком на 9 месяцев специфическая составляющая комбинированной ставки ввозной таможенной пошлины с 0,06 евро за 1 кг до 0,15 евро за 1 кг.	Импорт крахмала снизился более чем в 3 раза за период действия меры.

Приложение 1. Российская экономика в 2009 г.: ключевые события

Отрасль/сфера регулирования	Наименование и суть меры	Результат
Сельскохозяйственные и продовольственные товары	Постановлением Правительства Российской Федерации от 14 февраля 2009 г. № 179 «О сезонных пошлинах на рис и мукомольно-крупяную продукцию из него, ввозимые на территорию Российской Федерации в 2009 году» были установлены ставки сезонных пошлин на рис и мукомольно-крупяную продукцию из него, ввозимые на территорию Российской Федерации с 15 февраля по 15 мая 2009 года, в размере 0,16 евро за килограмм, а постановлением Правительства Российской Федерации от 2 ноября 2009 г. № 881 «О временных ставках ввозных таможенных пошлин на рис и мукомольно-крупяную продукцию из него» была увеличена комбинированная ставка пошлины на рис и мукомольно-крупяную продукцию из него (коды ТН ВЭД 1006, 1103 19 500 0, 1103 20 500 0, 1104 19 910 0, 1108 19 100 0) до уровня 0,12 евро за 1 кг сроком на 9 месяцев.	Действие мер имело очень ограниченный характер.
Сельскохозяйственные и продовольственные товары	Постановлением Правительства Российской Федерации от 31 января 2009 г. № 70 «О временной ставке ввозной таможенной пошлины на соевый шрот», с 6 марта 2009 г. была введена сроком на 9 месяцев ставка ввозной таможенной пошлины на соевый шрот в размере 5%.	В результате увеличения ставки ввозной таможенной пошлины импорт снизился на 55%, российские предприятия увеличили переработку сырья более чем в два раза, повысив свою долю на внутреннем рынке до 80%.
Сельскохозяйственные и продовольственные товары	Постановлением Правительства Российской Федерации от 4 июня 2008 г. № 428 «О временных ставках ввозных таможенных пошлин в отношении кур домашних и отдельных видов яиц домашней птицы» был установлен беспошлинный режим ввоза племенного молодняка кур домашних и яйца для инкубирования.	Данная мера позволила увеличить импорт указанных товаров и положительно сказалась на росте продукции птицеводства.
Химическое сырье	Постановлением Правительства Российской Федерации от 27 января 2009 г. № 65 с 1 февраля 2009 г. были отменены ввозные пошлины на азотные и комплексные удобрения.	Экспорт азотных удобрений вырос на 18%, комплексных – на 4%.
Нефть и нефтепродукты	Были принят Федеральный закон от 3 декабря 2008 г. № 234-ФЗ «О внесении изменений в статью 3 Закона Российской Федерации «О таможенном тарифе», предусматривающий переход на ежемесячный мониторинг и расчет ставок вывозных таможенных пошлин на нефть и нефтепродукты, а также сокращение срока введения в действие и действия ставок вывозных таможенных пошлин. Кроме того, было принято постановление Правительства Российской Федерации от 16 июля № 574, в соответствии с которым с декабря 2009 года на нефть, добываемую в Восточной Сибири, устанавливается нулевая ставка вывозной таможенной пошлины.	Данные изменения в законодательстве позволили привести к более точному соответствию ставки вывозной таможенной пошлины цене на нефть на мировых рынках, а также снизить налоговую нагрузку на нефтяные компании в условиях снижения цен на нефть на мировых рынках. Кроме этого, были созданы благоприятные инвестиционные условия для нефтедобычи в регионе Восточная Сибирь.
Нефть и нефтепродукты	Постановлением Правительства Российской Федерации от 29 января 2009 г. № 66 «Об утверждении ставок вывозных таможенных пошлин на нефть сырую и на отдельные категории товаров, выработанные из нефти, вывозимые с территории Российской Федерации за пределы государств - участников соглашений о Таможенном союзе» были снижены до 0 ставки вывозных таможенных пошлин на сжиженные углеводородные газы. Данный режим был сохранён до декабря 2009 года.	Данная мера была направлена на недопущение снижения объемов производства сжиженных углеводородных газов в связи с неблагоприятной конъюнктурой внутреннего и мирового рынков данных товаров.
Металлургия	Постановлением Правительства Российской Федерации от 21 января 2009 г. № 25 были обнулены ставки вывозных таможенных пошлин на никель нелегированный и медные катоды вместо ранее 5 и 10% соответственно. Постановлением Правительства Российской Федерации от 16 декабря 2009 г. № 1017 ставка вывозной таможенной пошлины на никель нелегированный была возвращена на уровень 5%.	По оценкам, за период отсутствия экспортной пошлины экономия для российских производителей данных металлов составила около 350 млн. долл. США.

Приложение 1. Российская экономика в 2009 г.: ключевые события

Отрасль/сфера регулирования	Наименование и суть меры	Результат
Химическое сырье	Постановлением Правительства Российской Федерации от 10 декабря 2008 г. № 936 «О временных ставках ввозных таможенных пошлин в отношении натурального каучука» была отменена ставка ввозных таможенных пошлин на натуральный каучук сроком на 9 месяцев.	Действие мер имело очень ограниченный характер на импорт. Вместе с тем, по оценкам, экономический эффект от нулевых пошлин для шинной отрасли может составить около 60 млн. руб. в 2010 году.
Сельскохозяйственная техника	Постановлением Правительства Российской Федерации от 9 января 2009 г. № 12 «О временных ставках ввозных таможенных пошлин в отношении отдельных видов комбайнов» предусматривалось увеличение сроком на 9 месяцев ставки ввозной таможенной пошлины на новые и бывшие в употреблении комбайны зерноуборочные и кормоуборочные до 15%, но не менее 120 евро за 1 кВт мощности двигателя.	За время действия меры импорт комбайнов снизился на 85%.
Промышленное оборудование	Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 февраля 2009 г. № 152 «О внесении изменений в Таможенный тариф Российской Федерации в отношении отдельных асинхронных электродвигателей» предусматривалось выделение отдельных подсубпозиций в отношении асинхронных электродвигателей и увеличение на них ставки ввозной таможенной пошлины с 0 до 10% сроком на 9 месяцев.	Импорт асинхронных электродвигателей снизился на 45%.
Сельскохозяйственные и продовольственные товары	Роспотребнадзор с 15 октября 2009 года снял все ограничения на импорт свинины, введенные весной 2009 год в отношении поставок из Мексики, США, стран Карибского бассейна, Канады, Испании и Великобритании.	
Общие вопросы	В соответствии с постановлением Правительства Российской Федерации от 22 июля 2009 г. № 590 были внесены изменения в порядок работы Комиссии Правительства Российской Федерации по защитным мерам во внешней торговле и таможенно-тарифной политике»	Вопросы применения на территории Российской Федерации специальных защитных, антидемпинговых и компенсационных мер, в том числе вопросы введения предварительных специальных, антидемпинговых и компенсационных пошлин, рассматриваются в рамках комиссии в приоритетном порядке
Общие вопросы	В соответствии с решением Межгосударственного Совета ЕврАзЭС от 27.11.2009 № 18 с 1 января 2010 года на территории России, Белоруссии и Казахстана вводится единая система таможенно-тарифного регулирования.	
Общие вопросы	Постановлением Правительства Российской Федерации от 23.06.2009 N 523 «О внесении изменения в Положение о Министерстве промышленности и торговли Российской Федерации» были внесены изменения в Положение о Минпромторге России в части расширения его полномочий в отношении проведения специальных защитных расследований в отношении сельскохозяйственной и рыбной продукции.	Данным постановлением была создана юридическая основа для проведения расследований в отношении импорта в Россию сельскохозяйственной и рыбной продукции.
Специальные защитные меры		
Металлургия	Постановлением Правительства Российской Федерации от 28 сентября 2009 г. № 758 была введена сроком на 3 года специальная пошлина на трубы из коррозионно-стойкой стали наружным диаметром до 426 мм в размере 28,1%.	Импорт труб из Бразилии, Китая и Украины по номенклатуре постановления за период действия снизился на 11%.
Химия	Постановлением Правительства Российской Федерации от 20.08.2009 № 681 «О мерах по защите российских производителей полиамидных технических нитей» была установлена сроком на 4 года антидемпинговая пошлина в отношении нитей синтетических, происходящих из Украины, в размере 11,6%.	
Потребительские товары	Постановлением Правительства Российской Федерации от 23.11.2009 № 943 была установлена сроком на 3 года специальная пошлина на импортируемые столовые приборы из коррозионно-стойкой стали в размере 1,4 доллара США за 1 килограмм.	

Приложение 1. Российская экономика в 2009 г.: ключевые события

Отрасль/сфера регулирования	Наименование и суть меры	Результат
Налогообложение внешнеэкономической деятельности		
НДС на импорт	В соответствии с постановлением Правительства Российской Федерации от 30.04.2009 № 372 был утвержден перечень технологического оборудования, аналоги которого не производятся в России, ввоз которого не подлежит обложению налогом на добавленную стоимость.	Данная мера позволила существенно удешевить импорт дорогого промышленного оборудования.
НДС на импорт	В соответствии с постановлением Правительства Российской Федерации от 20.05.2009 № 438 ряд товаров (товары для увеличения производительности животноводства) с 1 января 2009 г. до 1 января 2012 г. при импорте освобождаются от обложения налогом на добавленную стоимость при осуществлении его сельскохозяйственными товаропроизводителями.	Данная мера способствует обновлению племенного стада и увеличению производства товаров животноводства.
Возврат НДС	В соответствии с Федеральным законом от 26 ноября 2008 г. № 224-ФЗ «О внесении изменений в часть первую, часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации» был уточнен порядок оформления результатов камеральных проверок налоговых деклараций по налогу на добавленную стоимость, который в действие с 1 января 2009 г. Порядком предусматривается по итогам камеральной налоговой проверки возмещение части суммы НДС, которая не оспаривается налоговыми органами.	Данная мера способствует упрощению процедуры возврата НДС по экспортным операциям.
Возврат НДС	В соответствии с Федеральным Законом от 17.12.2009 № 318-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации в связи с введением заявительного порядка возмещения налога на добавленную стоимость» возмещение НДС на основании налоговой декларации и письменного заявления налогоплательщика о зачете (возврате) налога в срок не позднее 20 дней с момента подачи указанной налоговой декларации при параллельном проведении камеральной налоговой проверки.	Данная мера способствует упрощению процедуры возврата НДС по экспортным операциям.
Уплата таможенных пошлин	В соответствии с Федеральным законом от 13.10.2009 № 232-ФЗ «О внесении изменений в статьи 138 и 325 Таможенного кодекса Российской Федерации» была изменена процедура уплаты таможенных пошлин при использовании периодического временного декларирования (используется в том числе при экспорте нефти), которая учитывает изменение ставок вывозных таможенных пошлин на день подачи временной и полной таможенных деклараций.	Данный механизм позволил нефтяным компаниям, использующим периодическое временное декларирование, осуществлять уплату пошлину в размере, который определен на момент фактического вывоза, что частично уменьшает эффект «ножниц Кудрина».
Регулирование иностранных инвестиций		
Участие иностранных инвесторов в стратегических отраслях	В соответствии с постановлением Правительства Российской Федерации от 17.10.2009 № 838 были утверждены правила осуществления предварительного согласования сделок с участием иностранных инвесторов над стратегическими компаниями.	
Валютное регулирование		
Валютная позиция банков	Центральный банк России в июле отменил рекомендации банкам не увеличивать иностранные активы, которая была дана в октябре 2008 года с целью ограничения спроса на иностранную валюту.	
Прочие меры		
Перенос таможенных постов	Государственной пограничной комиссией 9 июля 2009 года была одобрена Концепция таможенного оформления и таможенного контроля товаров в местах, приближенных к государственной границе Российской Федерации, предусматривающая перенос таможенного оформления из городов, являющихся транспортными узлами, на таможенные посты близ границы.	
Квота на иностранную рабочую силу	В соответствии с постановлением Правительства Российской Федерации от 28.11.2009 № 962 квота на иностранную рабочую силу в 2010 году была сокращена на 49% и составит 1,9 млн. человек.	Данная мера призвана снизить уровень безработицы среди российских граждан.

Приложение 2. Тенденции и перспективы развития рынка корпоративных облигаций

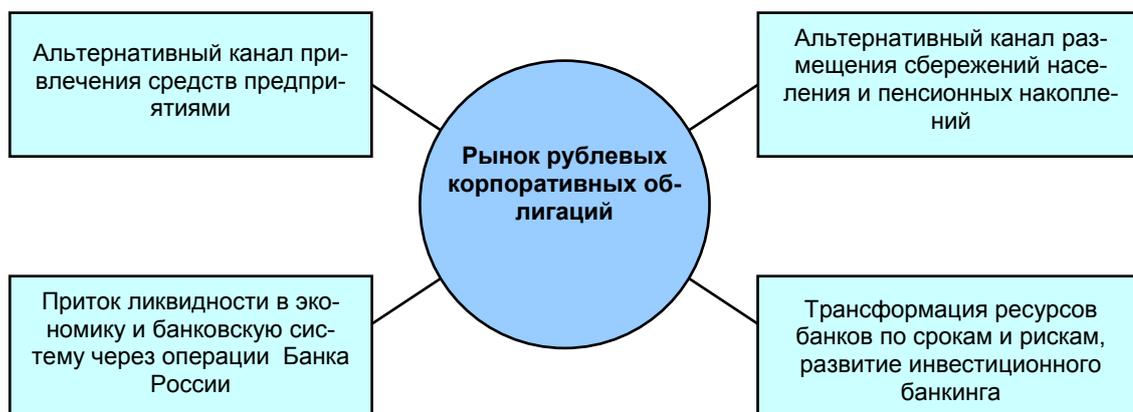
Рынок корпоративных облигаций – особый сегмент финансового рынка, который может играть в национальной финансовой системе роль «закваски», существенно повышающей ее конкурентоспособность (см. схему 1). Последнее, в свою очередь, позволяет уменьшить зависимость экономики от притока внешних заимствований. Несмотря на свои скромные размеры (в большинстве стран - в несколько раз меньше рынка банковского кредитования) рынок корпоративных облигаций выполняет важную функцию, заполняя ряд «брешей» в национальной финансовой системе.

Значимость развития данного рынка для российской финансовой системы определяется тем, что он является практически идеальным инструментом для решения ряда существующих в ее рамках проблем:

- трансформация ресурсов банков по срокам и рискам;
Отечественная банковская система имеет ограниченные возможности для долгосрочного кредитования без ущерба для собственной ликвидности, поскольку опирается в основном на краткосрочные пассивы. Корпоративные облигации – более ликвидный инструмент, чем кредиты, поэтому банки имеют возможность инвестировать в долгосрочные облигации на короткие сроки, а не держать их до погашения. Таким образом, благодаря развитию рынка корпоративных облигаций появляется возможность трансформировать «короткие» ресурсы банков в «длинные» займы корпораций;
- повышение уровня организованных сбережений населения;
Рост рынка корпоративных облигаций в сочетании с развитием институтов коллективных инвестиций создает предпосылки для расширения разнообразия инструментов сбережений населения. Это, при прочих равных условиях, способствует повышению уровня организованных сбережений населения, весьма низкого в настоящее время;
- устранение дефицита инструментов рефинансирования для поддержки ликвидности банковского сектора;
Рефинансирование банков под залог корпоративных ценных бумаг способствует повышению ликвидности широкой группы банков. Беззалоговое кредитование банков со стороны Банка России ограничено возможностями монетарных властей принимать на себя повышенные кредитные риски, связанные с ним. Рефинансирование под залог государственных ценных бумаг ограничивается узостью группы банков-держателей крупных портфелей этих бумаг;

- обеспечение доходности пенсионных накоплений, пополнение пенсионных накоплений за счет доходов, полученных в результате инвестирования в экономику, а не в результате перераспределения средств внутри бюджета расширенного правительства; До недавнего времени средства под управлением Государственной управляющей компании (ГУК) Пенсионного Фонда практически полностью инвестировались в государственные ценные бумаги. Это значит, что проблема пенсионной нагрузки на государственные финансы сохранялась. Вложение пенсионных накоплений в сопоставимые по срокам высоконадежные корпоративные облигации способно создать дополнительный источник притока средств в пенсионную систему;
- снижение стоимости заимствований для реального сектора; Рынок корпоративных облигаций является альтернативой банковскому кредитованию. В результате его развития повышается конкуренция на долговом рынке. Это позволяет уменьшить стоимость заимствования для компаний, которая на российском рынке традиционно высока.

Схема П.1. Роль рынка рублевых корпоративных облигаций в финансовом секторе



До кризиса развитие рынка корпоративных облигаций было подавлено наличием мощных альтернативных рынков: для крупных и наиболее перспективных заемщиков - еврооблигационный рынок, для «массовых» корпоративных заемщиков - рынок банковского кредитования. Динамику рынка корпоративных облигаций также сдерживало отсутствие либо неразвитость ряда ключевых институтов:

- отсутствие механизмов рефинансирования под залог корпоративных облигаций не позволяло обеспечивать ликвидность этих бумаг;
- неразвитость механизмов защиты облигационеров;

- неразвитость системы национальных кредитных рейтингов, доступной для некрупных компаний.

Низкий уровень развития институтов, а также отсутствие истории дефолтов способствовал деформации структуры рынка в сторону низконадежных инструментов и спекулятивных инвестиций.

Финансовый и макроэкономический кризис стал катарсисом, серьезно потрясшим рынок, но одновременно обусловившим его возрождение и быстрое развитие. Проявлением последнего стали: во-первых, рост количественных показателей рынка (объем выпусков, оборот и др.), во-вторых, повышение качества эмитентов, в-третьих, позитивные институциональные изменения.

Основные причины бурного посткризисного развития рынка:

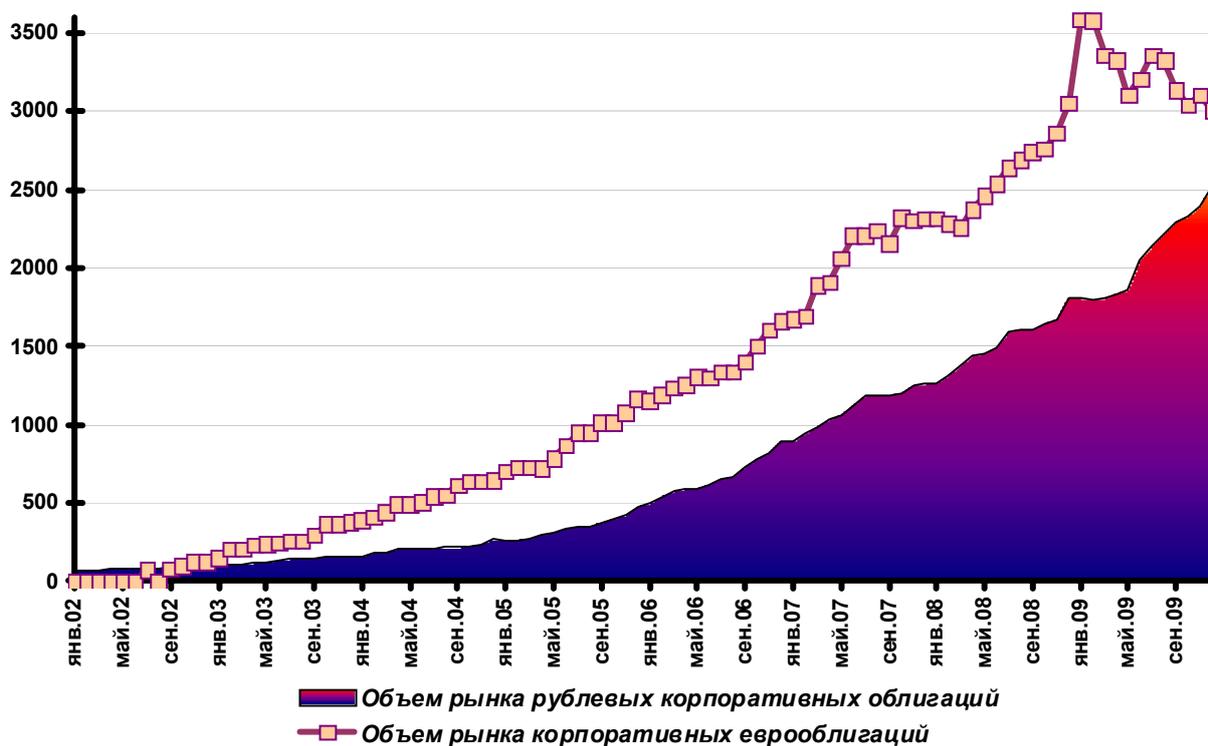
- сжались возможности привлечения компаниями средств на альтернативных рынках (для крупных компаний – на еврооблигационном рынке, для средних – на рынке банковских кредитов);
- в ходе кризиса корпоративные облигации стали широко использоваться в качестве инструмента залога при рефинансировании банков в Банке России;
- после окончания «горячей» фазы кризиса (со второго квартала 2009 г.), банки столкнулись с появлением на балансах избыточной рублевой ликвидности. Последняя не могла быть немедленно размещена в кредиты конечным заемщикам – вследствие высоких рисков по ним. Банки предпочли кредитам корпоративные облигации высоконадежных эмитентов, из-за низкого уровня рисков и возможности размещения средств на сравнительно короткий срок;
- в результате кризиса цены на корпоративные облигации существенно упали, что привело к росту доходности и после стабилизации ситуации на рынках привлекло спекулятивных инвесторов.

Изменение ключевых параметров рынка в результате кризиса

Рост объема рынка

Несмотря на кризис, рынок рублевых корпоративных облигаций в 2009 г. продолжал демонстрировать динамичный рост: темп прироста объема рынка в 2009 г. сопоставим с аналогичными показателями предыдущих лет (39,4% в 2009 г. против 44,2% в 2008 и 39,4% в 2007 гг.).

График П.1. Объем рынка корпоративных рублевых облигаций и еврооблигаций российских эмитентов, млрд. руб.⁴²



Источник: *cbonds.info*, расчеты ЦМАКП

В частности, это связано с остановкой банковского кредитования в России в 2009 г. (темп прироста кредитного портфеля нефинансовым предприятиям в 2009 г. составил 1,2% против 34% в 2008 г.) и закрытием внешних рынков (привлечение средств российскими корпоративными заемщиками на еврооблигационном рынке и рынке синдицированного кредитования составило 21,4 млрд. долл. против погашения в размере 43,4 млрд. долл.).

В результате произошло изменение структуры долгового рынка корпоративного сектора России в пользу внутреннего открытого рынка. Доля рублевых корпоративных облига-

⁴² Рассчитывается исходя из номинальных объемов эмиссий

ций в суммарном объеме долгового рынка выросла с начала кризиса с 8% на 01.09.2008 до 12% на 01.01.2010, что сопоставимо с долей корпоративных еврооблигаций.

График П.2. Структура долгового рынка российских корпоративных заемщиков к началу кризиса 2008 г. и к концу 2009 г.

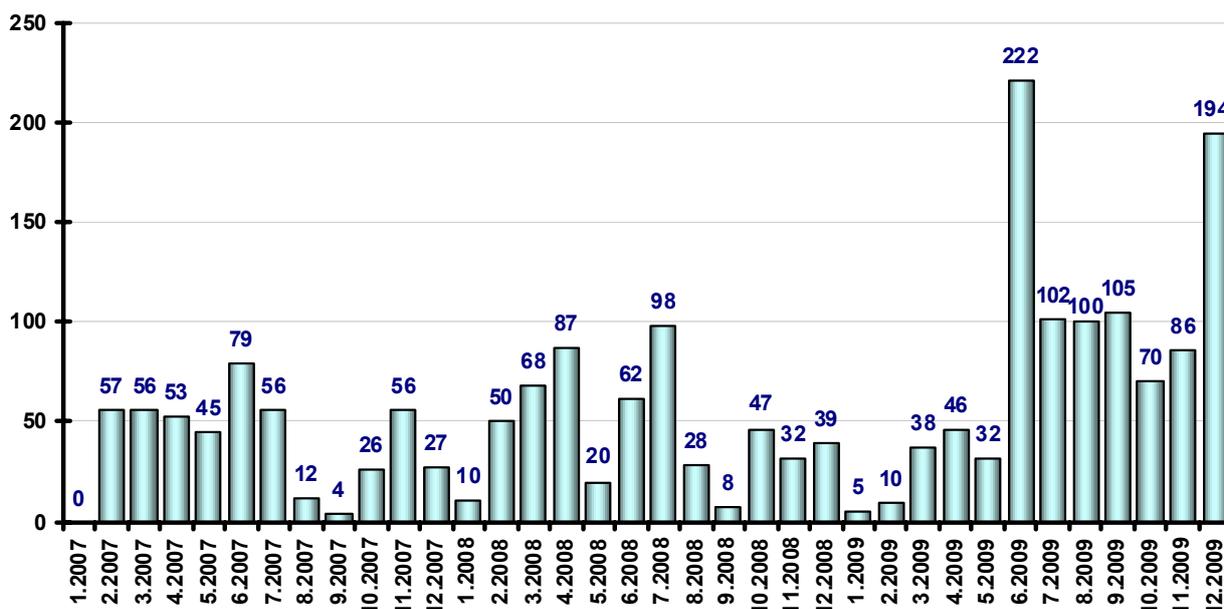


Источник: *cbonds.info*, Банк России, расчеты ЦМАКП.

Рост объемов первичных размещений

Среднемесячные объемы первичных размещений существенно превысили докризисный уровень (см. график П.3). Дно кризиса для рынка корпоративных облигаций было пройдено в январе-феврале 2009 г.: именно в этот период наблюдалось почти полное отсутствие новых выпусков.

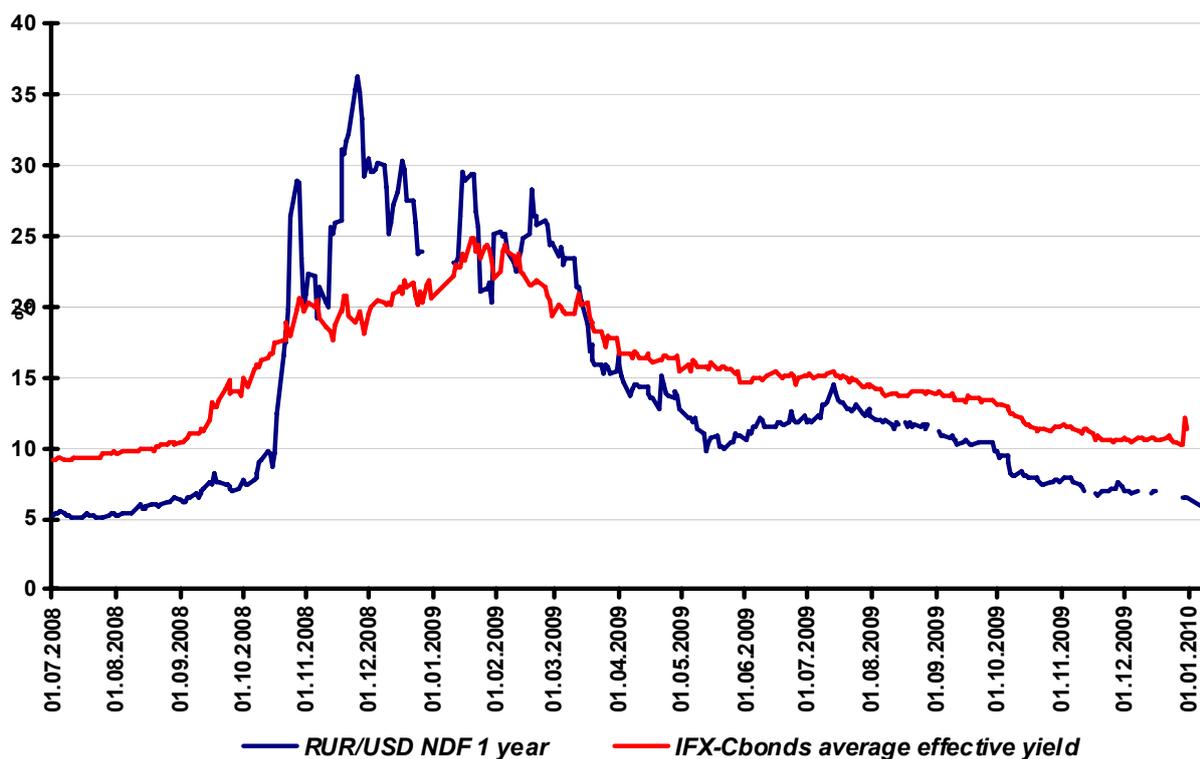
График П.3. Динамика объемов первичных размещений корпоративных облигаций, млрд. руб.



Источник: *cbonds.info*

В конце 2008 - начале 2009 гг. были сильны девальвационные ожидания экономических агентов. В результате – доходность по беспоставочным форвардным контрактам (NDF – Non-Deliverable Forward) на пару рубль-доллар превышала доходность по рублевым корпоративным облигациям. В результате выгоднее было играть на валютном рынке, нежели держать корпоративные облигации, поэтому спрос на новые выпуски практически отсутствовал (см. график П.4).

График П.4. Доходность операций на валютном рынке и средневзвешенная доходность на рынке рублевых корпоративных облигаций, %

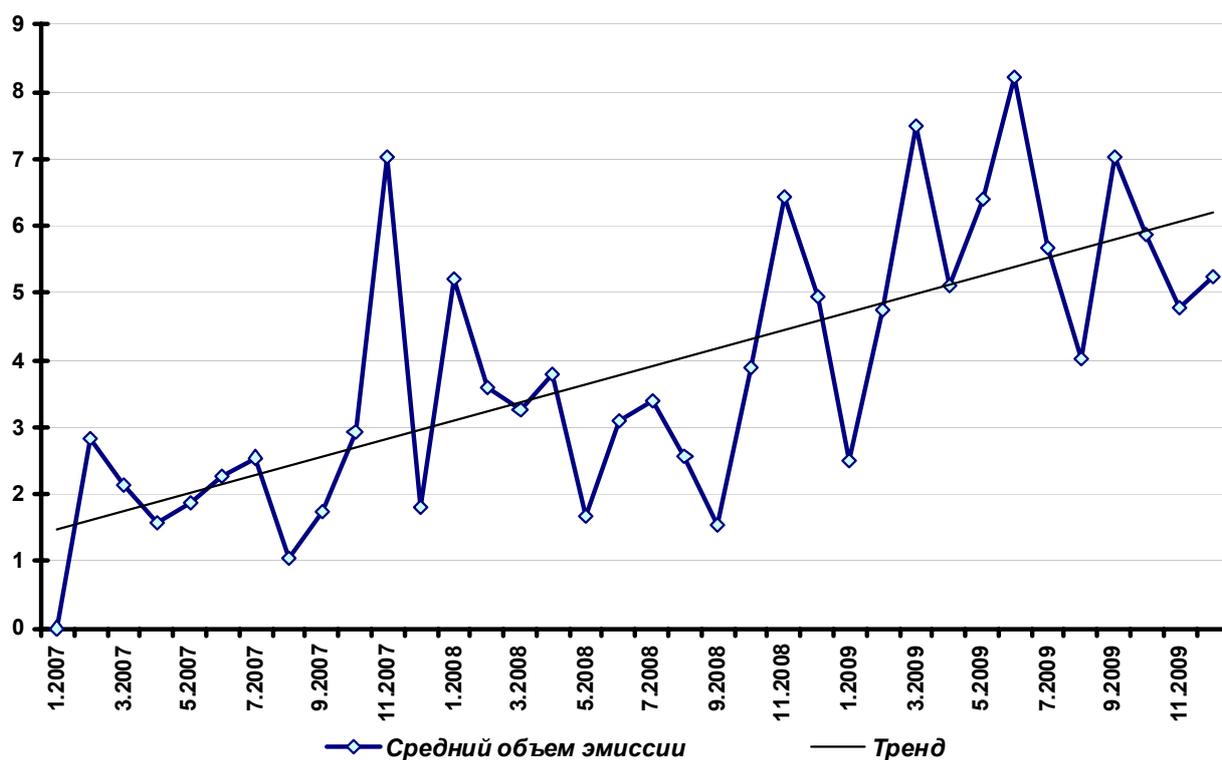


Источник: *cbonds.info*

Рост среднего объема эмиссии одного выпуска

В результате кризиса средний объем эмиссии на внутреннем облигационном рынке заметно вырос (см. график П.5). Это связано с выходом на рынок крупных игроков, привлекавших ранее займы на внешнем рынке (Транснефть - 3 выпуска в 2009 г. на общую сумму 135 млрд. руб., Северсталь – 1 выпуск на 15 млрд. руб.), или вообще не привлекавших заемные средства на открытом рынке (Атомэнергопром – 2 выпуска на 50 млрд. руб., Башнефть - 2 выпуска на 50 млрд. руб.).

График П. 5. Средний объем эмиссии на рынке рублевых корпоративных облигаций, млрд. руб.



Источник: *cbonds.info*, расчеты ЦМАКП

Важным событием для первичного рынка было размещение облигаций РЖД (7 выпусков на 100 млрд. руб.), которые позиционировались эмитентом как инфраструктурные. Однако в полном смысле инфраструктурными их считать нельзя (см. врезку П.1), поскольку они эмитировались самой компанией, а не СПО, и исполнение обязательств по ним не было гарантировано государством⁴³.

Врезка П.1. Инфраструктурные облигации.

Инфраструктурные облигации – облигации, эмитируемые специализированной проектной организацией (СПО), для финансирования создания и (или) реконструкции объектов инфраструктуры, исполнение обязательств по которым обеспечено государством.

Основные черты инфраструктурных облигаций:

- *низкая доходность;*
- *срок от 5 до 25 лет;*
- *целевой характер использования средств;*

⁴³ Кроме косвенной гарантии поддержки государства как собственника, поскольку 100% акций «РЖД» принадлежит Российской Федерации.

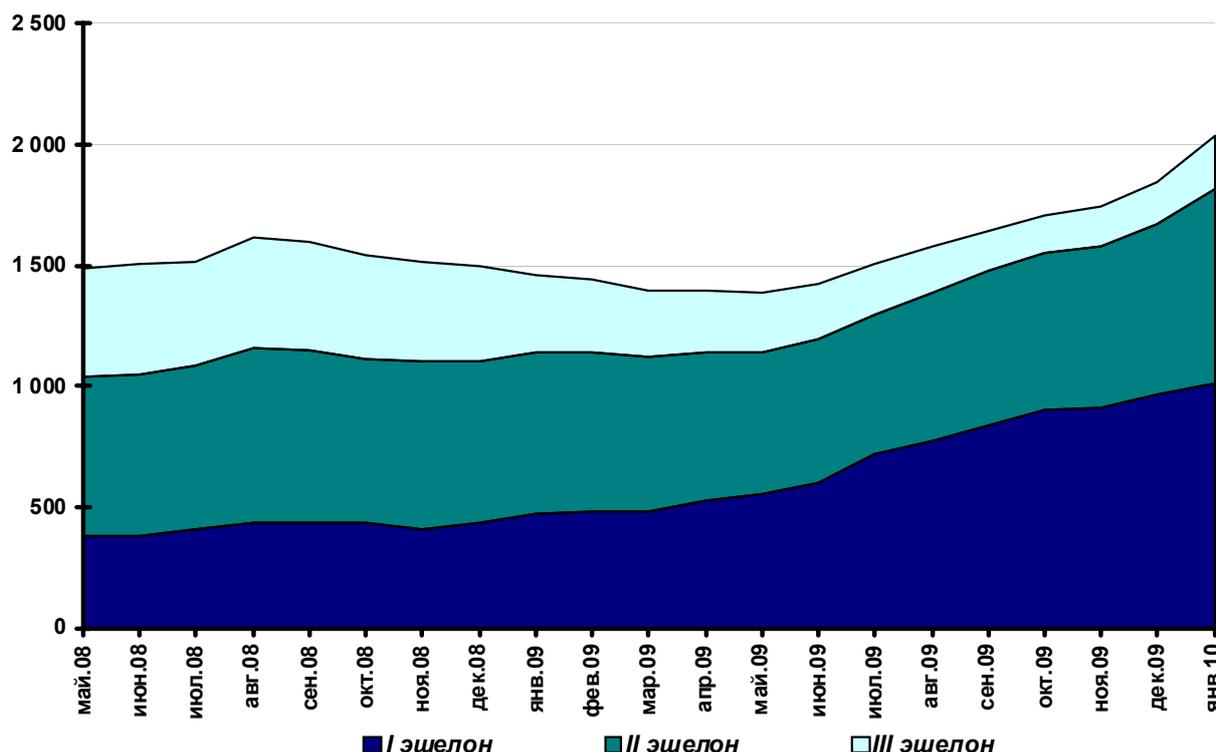
- *обязательное обеспечение не только залогом будущих денежных поступлений от эксплуатации объекта инфраструктуры, но и государственными гарантиями и (или) банковской гарантией ВЭБа;*
- *для эмиссии создается специальная проектная организация, которая:*
 - *не имеет права участвовать в коммерческих организациях и выплачивать дивиденды;*
 - *должна иметь специальный банковский счет;*
 - *не имеет права отчуждать объекты инфраструктуры.*
- *ставка по купону облигации определяется как максимальное значение из двух показателей:*
 - *ставка сделок прямого РЕПО Банка России плюс фиксированная маржа,*
 - *уровень годовой инфляции в России плюс фиксированная маржа.*

Вместе с этим облигации РЖД имеют сходство с инфраструктурными, поскольку они выпускались под финансирование инфраструктурных проектов в рамках утвержденной инвестиционной программы компании, а также купонная ставка по ним привязана к ставке РЕПО Банка России. Успешные размещения облигаций РЖД на внутреннем облигационном рынке станет базой для формирования сегмента инфраструктурных облигаций с соответствующим ускорением принятия законодательных инициатив.

Изменение структуры эмитентов в пользу высоконадежных, вымывание компаний «третьего эшелона»

Рост среднего объема эмиссии одного выпуска можно также объяснить изменением структуры рынка в пользу эмитентов первого эшелона – наиболее крупных компаний с наилучшим кредитным качеством. В период экономического кризиса инвесторы пересмотрели свое отношение к риску, что привело к росту спроса на выпуски крупных компаний с понятной системой корпоративного управления и регулярно публикуемой отчетностью. Одновременно первичный рынок был почти полностью закрыт для компаний третьего эшелона, что привело к вымыванию их с рынка (см. график П.6).

График П.6. Структура внутреннего облигационного рынка по эшелонам, млрд. руб.⁴⁴



Источник: инвестиционный банк «ТРАСТ»

Рост стоимости привлечения средств на рынке

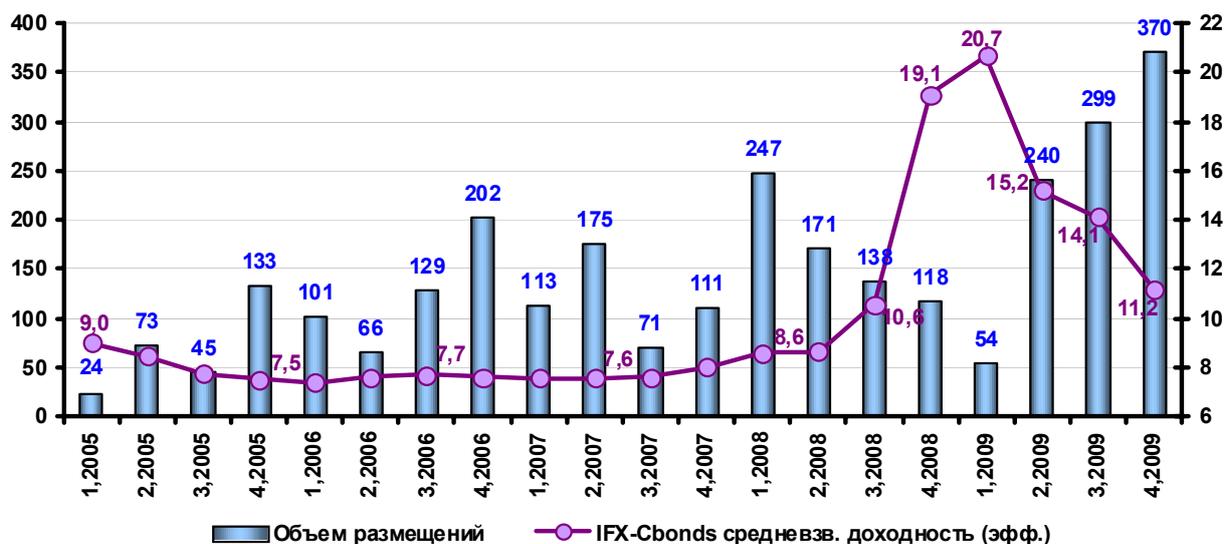
Другим последствием экономического кризиса для рынка корпоративных облигаций стал рост процентных ставок (см. график П.7).

Пик стоимости ресурсов пришелся на первый квартал 2009 г. Со второго квартала 2009 г. стабилизация на валютном рынке создала предпосылки для нормализации уровня доходности. Одновременно в сторону понижения доходности стал действовать избыток свободной ликвидности в банковской системе, а также приток на рынок спекулятивного иностранного капитала (в рамках стратегии carry trade).

Однако, несмотря на действие данных факторов, средние ставки на рынке корпоративных облигаций все еще остаются выше, чем до кризиса.

⁴⁴ При расчете объема рынка за соответствующий месяц был исключен объем бумаг, выкупленных с рынка по ofercie до этой даты, и бумаг, по которым был ранее объявлен дефолт.

График П.7. Динамика объемов первичных размещений корпоративных облигационных займов, млрд. руб. и средневзвешенных доходностей, % годовых, правая шкала

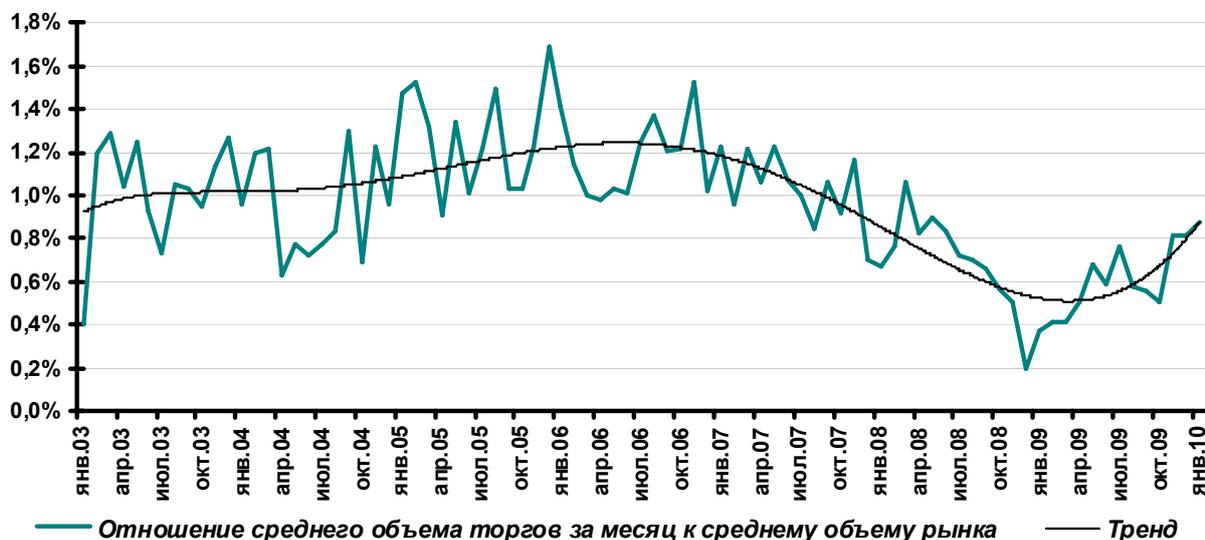


Источник: cbonds.info, расчеты ЦМАКП

Снижение ликвидности рынка

В 2009 г. происходили существенные колебания ликвидности корпоративных облигаций на вторичном рынке. Ежедневный объем торгов корпоративными облигациями в период кризиса упал ниже аналогичного показателя 2002 – начала 2003 гг., когда рынок существовал в зачаточном состоянии, и составил менее 0,4% от номинала (см. график П.8). Кризис привел к значительному снижению ликвидности облигаций, однако затем произошло восстановление вторичного рынка по тем же причинам, что и первичного, и к концу 2009 г. предкризисные уровни были практически достигнуты.

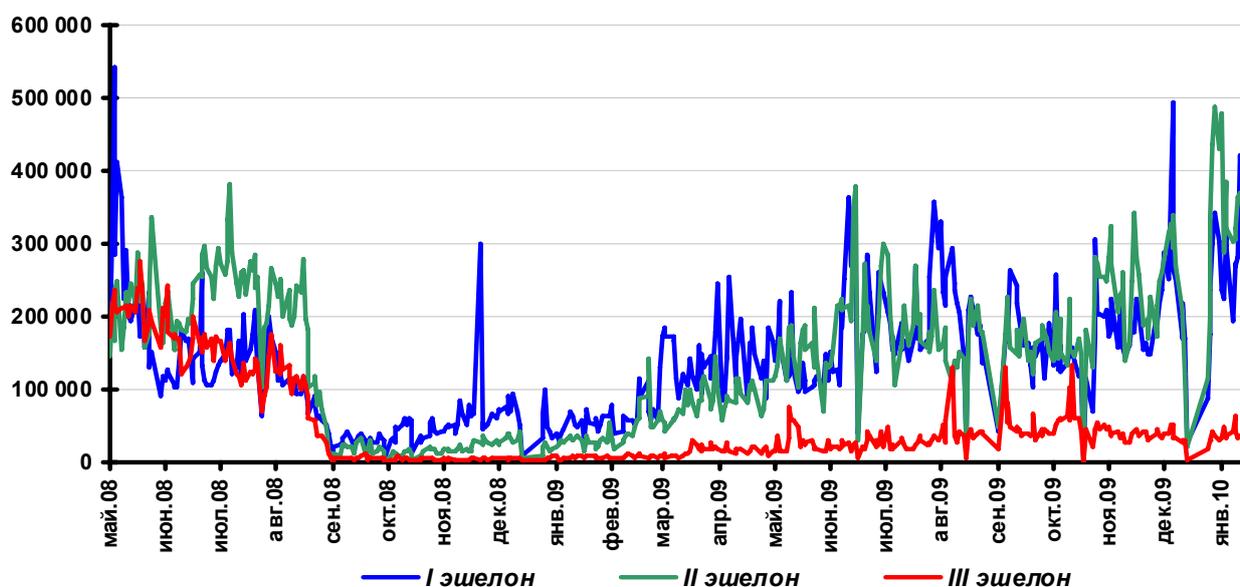
График П.8. Отношение среднего объема торгов за месяц к среднему объему рынка, %



Источник: инвестиционный банк «ТРАСТ», расчеты ЦМАКП

Торги бумагами всех эшелонов практически отсутствовали в январе-феврале 2009 г. В период острой фазы кризиса наиболее ликвидными были бумаги компаний первого эшелона, а во втором полугодии ликвидность быстрее всего начала восстанавливаться в сегменте первого и второго эшелона. Показатель ликвидности бумаг «третьего эшелона» так и не вернулся на предкризисный уровень (см. график П. 9).

График П. 9. Ликвидность⁴⁵ на вторичном рынке корпоративных облигаций



Источник: инвестиционный банк «ТРАСТ»

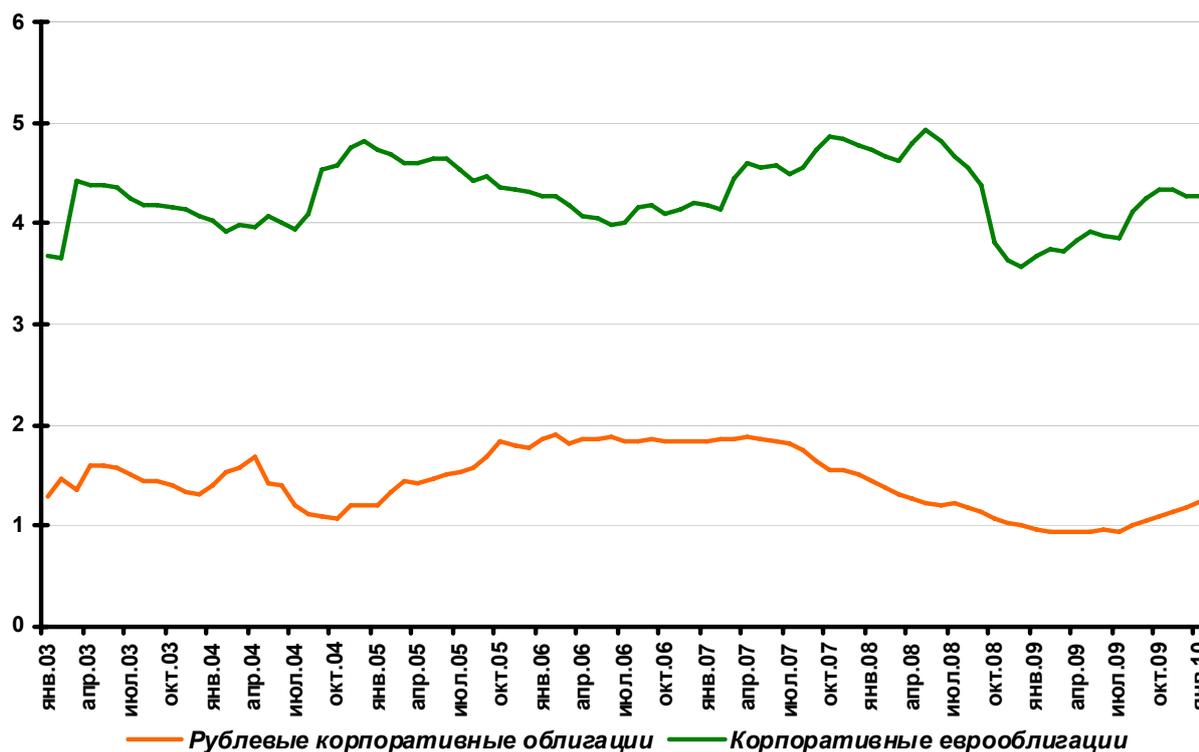
Сокращение средних сроков заимствований

Важным последствием кризиса для рынка корпоративных облигаций стало снижение сроков заимствования (см. график П.10). Это связано с повышением неопределенности относительно будущей экономической активности, что приводит к сокращению сроков инвестирования. Средняя дюрация на внутреннем рынке корпоративных облигаций во время кризиса опускалась ниже одного года. Стоит отметить, что по уровню среднего срока заимствования внутренний облигационный рынок существенно проигрывает внешнему (1-2 года против 4-5 лет), и в ближайшее время этот разрыв вряд ли сократится.

⁴⁵ Здесь: индикатор, рассчитываемый банком «ТРАСТ». Индикатор отражает возможность купить или продать актив быстро и с минимальными издержками. Если у ценной бумаги А индикатор ликвидности в 10 раз больше, чем у ценной бумаги В, то в среднем:

- Выпуск А имеет в 10 раз больший объем на покупке и продаже, чем выпуск В (при прочих равных условиях выпуск А можно купить или продать в 10 раз большем объеме, чем выпуск В)
- Выпуск А имеет в 10 раз меньший bid/ask спред, чем выпуск В (при прочих равных условиях потери при покупке/продаже с рынка выпуска А будут в 10 раз меньше, чем у выпуска В).
- Котировки выпуска А держатся в 10 раз дольше по времени, чем аналогичные котировки выпуска В (при прочих равных условиях шансы купить/продать выпуск А в 10 раз выше, чем у выпуска В)

График П.10. Среднемесячная дюрация на облигационных рынках, лет



Источник: инвестиционный банк «ТРАСТ»

Институциональное развитие рынка, стимулированное кризисом

Помимо количественных изменений, на рынке корпоративных облигаций происходили также качественные улучшения. В связи с массовыми случаями дефолтов были сделаны шаги в сторону большей защищенности прав держателей облигаций.

Введение института общего собрания владельцев облигаций

Были внесены поправки в Закон «О рынке ценных бумаг», которыми предусматривается введение в России института общего собрания владельцев облигаций. Новая законодательная схема должна, с одной стороны - значительно упростить процесс реструктуризации займов для эмитентов, с другой - позволит инвесторам участвовать в стратегическом управлении компаний.

Централизованная площадка для обсуждений позволит инвесторам более полно донести свою позицию для эмитента или отстаивать интересы в суде (суду придется рассматривать не сотни исков один за другим, а одну коллективную заявку). Кроме того, введение института общего собрания облигационеров позволит держателям облигаций назначать своего представителя (трасти) в компанию, испытывающую трудности с исполнением обязательств, и контролировать процесс реструктуризации долга.

Ужесточение требований к выпуску облигаций

Согласно новым положениям Закона «О рынке ценных бумаг» уставный капитал компаний, осуществляющих эмиссию облигаций, должен быть полностью оплачен, а номинальная стоимость облигаций не должна превышать размер уставного капитала и (или) величину обеспечения, предоставленного в этих целях третьими лицами. В случае отсутствия обеспечения компания вправе эмитировать облигации не ранее третьего года существования, а также должна иметь годовую бухгалтерскую отчетность за предыдущие два года⁴⁶.

Ужесточение условий поручительства по облигациям

Согласно новой редакции Закона «О рынке ценных бумаг», поручителем по выпуску облигаций вправе выступать коммерческие организации, стоимость чистых активов которых не меньше суммы предоставляемого поручительства, государственные корпорации или компании, а также международные финансовые организации.

Разработка закона об инфраструктурных облигациях

В процессе доработки находится проект Закона «Об инфраструктурных облигациях». Принятие данного закона направлено на привлечение средств для финансирования инфраструктурных проектов, а также на формирование на внутреннем рынке сегмента надежных и потому привлекательных для широкого круга инвесторов бумаг. Необходимость принятия закона была особенно остро осознана в период кризиса, поскольку государство стало испытывать существенный дефицит финансовых ресурсов, в том числе для финансирования инфраструктуры, а облигационный рынок «буксовал» вследствие отсутствия на рынке широкого класса надежных бумаг.

Закон «Об инфраструктурных облигациях» позволит разграничить кредитный риск и риск конкретного проекта. Инфраструктурные облигации - привлекательный инструмент для консервативных инвесторов (в том числе для Государственной управляющей компании Пенсионного фонда РФ), поскольку предоставление государственных гарантий обеспечивает высокий уровень надежности. Кроме того, данный инструмент будет пользоваться спросом у банков, поскольку ставка по инфраструктурным облигациям будет привязана к ставке по операциям РЕПО с Банком России. Это означает, что у банков будут стимулы получить кредит под залог этих бумаг.

⁴⁶ приведенные выше требования к выпуску не распространяются на облигации с ипотечным покрытием, на облигации компаний, ценные бумаги которых прошли процедуру листинга на фондовой бирже или имеющим кредитный рейтинг одного из аккредитованных рейтинговых агентств не ниже определенного уровня, на облигации, предназначенные для квалифицированных инвесторов

Принятие компаниями-эмитентами ковенант

Случаи дефолтов на внутреннем облигационном рынке показали, что уязвимость прав держателей облигаций стимулирует эмитентов к недобросовестному поведению: совершение сделок, ухудшающих материальное положение компании-эмитента, отчуждение активов, вывод денежных средств, не предоставление отчетности и т.п. Во время острой фазы кризиса компании, пользуясь паническими настроениями инвесторов, объявляли досрочно о своей неплатежеспособности и навязывали невыгодные условия реструктуризации долга (выкуп облигации с дисконтом 20-30%, рассрочка по основному долгу 2-3 года). В ответ на это инвесторы снизили спрос на «незащищенные» облигации, требуя финансовых и прочих ковенант⁴⁷, а также дополнительных случаев дефолта⁴⁸ в эмиссионных документах или условиях реструктуризации. Примером может служить принятие группой компаний ГАЗ ковенант в процессе переговоров о реструктуризации облигационного займа (см. врезку П.2).

Врезка П.2. Ковенанты в реструктуризации долга группы ГАЗ.

Критическое состояние компаний вынуждает их принимать финансовые и прочие ковенанты с тем, чтобы держатели облигаций согласились на реструктуризацию долга и не довели компанию до банкротства.

Группа ГАЗ опубликовала окончательный график реструктуризации облигационного займа объемом 5 млрд. руб., по которому был допущен дефолт в середине февраля 2009 г. Согласно плану, тело долга будет погашено к концу 2010 г., выплаты номинала начнутся в декабре 2009 г. ГАЗ также принял ряд ковенант, в случае наступления которых компания будет обязана досрочно погасить облигации:

- *предоставление любой компанией, входящей в Группу ГАЗ, поручительств/залогов/займов по обязательствам третьих лиц, не относящихся к Группе ГАЗ;*
- *наличие по состоянию на 30 июня 2009 г. принятых арбитражным судом и/или судом общей юрисдикции решения (решений) о взыскании задолженности по выплате номинала облигаций на общую сумму свыше 500 млн. руб.;*
- *выпуск в обращение на вторичный рынок выкупленных облигаций;*
- *принятие решения о выплате дивидендов;*
- *снижение доли голосующих акций до менее чем контрольной в капитале значимых дочерних компаний;*
- *капитальные расходы более 2.6 млрд. руб. в год;*
- *финансовые вложения, в компании, не относящиеся к Группе, превысят 4.5 млрд. руб.;*
- *сделки по продаже активов на сумму более 10% от балансовой стоимости ГАЗа;*
- *предельная величина финансового долга – 45 млрд. руб.*

⁴⁷ Ковенанты – ограничения, налагаемые на компанию. Примеры ковенант: ограничение по реорганизации эмитента/поручителя, поддержание определенного соотношения долг/ЕВИТДА и т.п.

⁴⁸ Дополнительные случаи дефолта – события, наступление которых влечет за собой право досрочного погашения облигаций. Примеры дополнительных случаев дефолта: кросс-дефолт (факт неплатежей по прочим обязательствам эмитента), банкротство поручителя, неисполнение ковенант, неопубликование финансовой отчетности и т.п.

Воздействие кризиса на основные группы участников рынка

Влияние на предприятия – заемщиков на рынке корпоративных облигаций

В первую очередь, кризис на рынке корпоративных облигаций затронул компании, ранее размещавшиеся на этом рынке или планировавшие размещения. Кризис на рынках сбыта продукции, а также на рынках банковского кредита негативно сказался на ликвидных ресурсах компаний. В результате на рынке наблюдался существенный рост числа дефолтов. Если до сентября 2008 г. практика дефолтов фактически отсутствовала (это были единичные случаи), то с началом кризиса дефолты на рынке происходили с частотой от нескольких в день до нескольких в неделю. В результате на рынке корпоративных облигаций ряд компаний был поставлен на грань банкротства.

Наиболее уязвимыми отраслями в период кризиса по показателю частоты несвоевременного исполнения обязательств оказались торговля, банки, транспорт, сельское хозяйство, строительство и машиностроение (см. график П.11). В основном наиболее «дефолтными» были отрасли, испытавшие наибольшее снижение цен на свою продукцию (строительство, сельское хозяйство, металлургия), либо падение внутреннего спроса (торговля, машиностроение, транспорт). Кроме того, кризис обнажил проблемы плохого корпоративного управления компаний, в особенности проблемы высокой долговой нагрузки. Компании с высоким уровнем долга допускали дефолты вне зависимости от отраслевых рисков.

График П.11. Отраслевая структура дефолтов на рынке корпоративных облигаций⁴⁹



Источник: инвестиционный банк «ТРАСТ», расчеты ЦМАКП

⁴⁹ Только реальные дефолты, в % от общей суммы неисполненных обязательств за период 01.01.2008 – 01.02.2010. При расчете были исключены бумаги, выкупленные с рынка по оферте до даты дефолта, и бумаги, по которым был ранее объявлен дефолт; а также государственные облигации.

Основными последствиями дефолтов являются либо реструктуризация долга, либо запуск процедуры банкротства компании (примеры компаний из третьего эшелона см. в таблице П.1). В российской практике реструктуризация существенно более распространена, поскольку в случае конкурсного производства в результате признания компании банкротом степень возмещения (recovery ratio) по необеспеченному долгу очень низкая. Это связано с тем, что права требования владельцев облигаций, не обеспеченные залогом, удовлетворяются в последнюю очередь после персонала и обеспеченных кредиторов. По оценкам ЦМАКП по данным sbonds.info, около половины дефолтов в России в 2008-2009 гг. заканчивались реструктуризацией.

Таблица П.1. Классификация компаний «третьего эшелона» по качеству исполнения обязательств

	Характеристика	% от объема в обращении	Примеры
Группа 1 – исполняющие обязательства	эмитенты, успешно исполняющие свои обязательства; В ряде случаев компаниям оказывалась финансовая поддержка со стороны государства или акционеров	~60%	Сибкадемстрой, Россия АБ, Татфондбанк, Гражданские самолеты Сухого и др.
Группа 2 – небезнадежные дефолты	эмитенты, находящиеся в сложном финансовом положении, но информационно открытые и предлагающие инвесторам и кредиторам приемлемые условия реструктуризации задолженности	~10%	7 континент, ГАЗ, ИЖ-Авто, АК Сибирь, АПК ОГО и др.
Группа 3 – безнадежные дефолты	эмитенты, находящиеся в состоянии банкротства или ликвидации бизнеса, и которые не смогут исполнить свои обязательства	~5%	Альянс русский текстиль, Сорус, Еврокоммерц, Инком-авто, АПК Аркада и др.
Группа 4 – информационно закрытые эмитенты с высокой вероятностью дефолта	прочие компании-эмитенты, находящиеся в дефолтной или преддефолтной ситуации и информационно закрытые для инвесторов	<1%	Русские масла, Держава, Инпром и др.

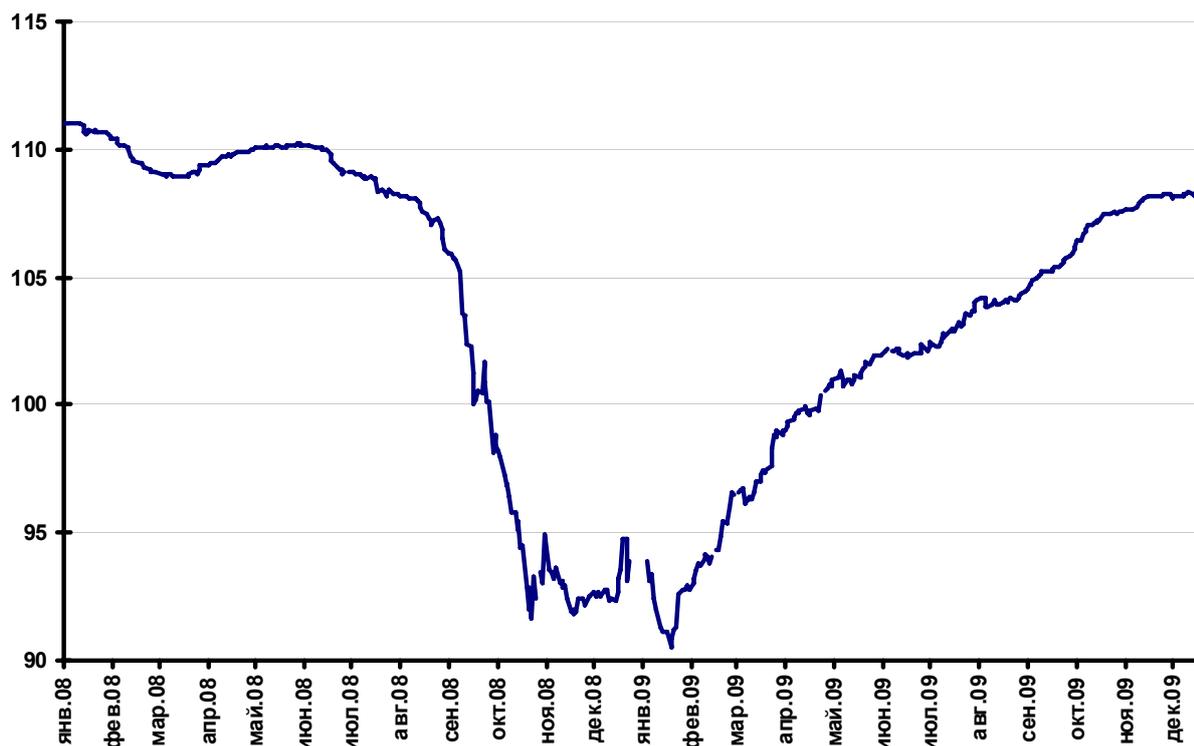
Источник: инвестиционный банк «Кит финанс»

Практика реструктуризаций в России производит двойное впечатление. С одной стороны, существуют примеры «положительных» реструктуризаций с принятием компанией ковенант (см. врезку П.2), что приводит к повышению защищенности прав держателей облигаций и является сигналом успешности реструктуризации, поскольку учтены интересы обеих сторон. С другой стороны, на рынке есть случаи неудачных реструктуризаций, приведших к повторному дефолту («Белый фрегат»).

Влияние на институциональных инвесторов – держателей корпоративных облигаций.

В результате падения цен на облигации в конце 2008 – начале 2009 гг. (см. график П.12) институциональные инвесторы, осуществляющие размещение средств населения (паевые инвестиционные фонды - ПИФы, негосударственные пенсионные фонды - НПФ), зафиксировали убытки, которые не всем удалось отыграть в 2009 г.

График П.12. Индекс IFX-Cbonds ценовой

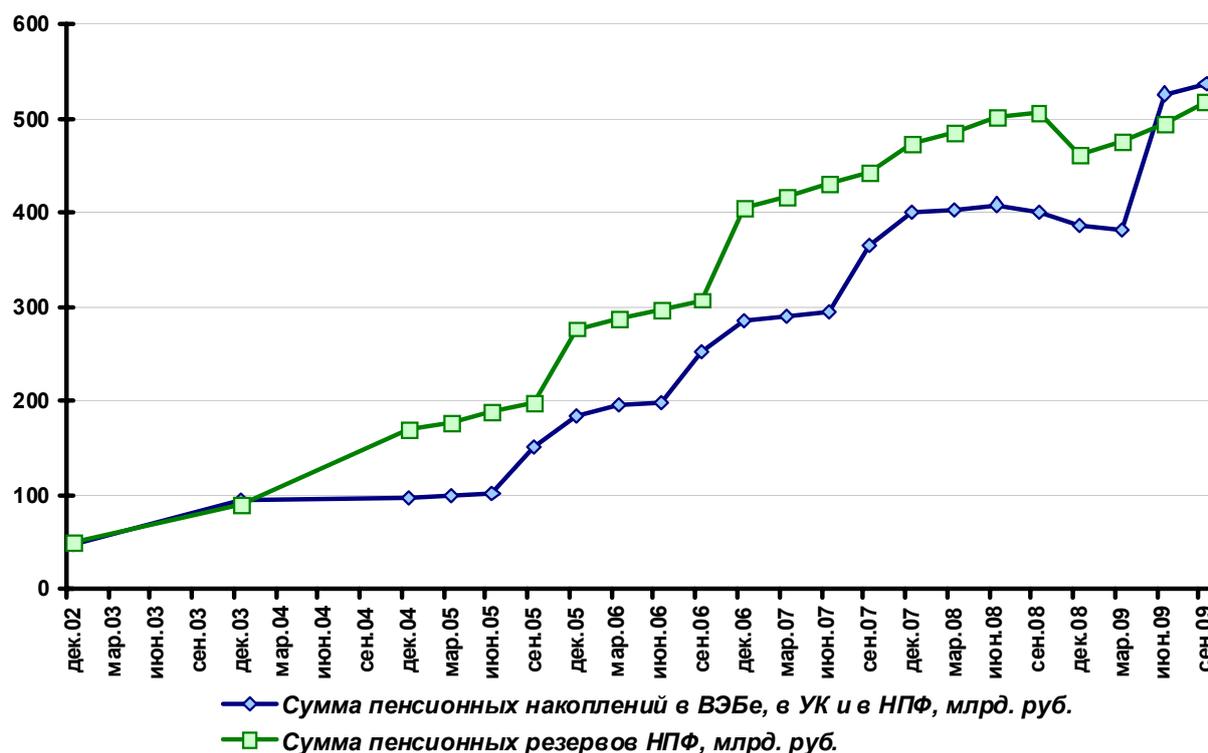


Источник: *cbonds.info*

ПИФы облигаций во время кризиса оказались «защитным» инструментом для инвесторов, поскольку в 2009 г. их доходность в среднем перекрыла убытки 2008 г. Среднее значение прироста стоимости пая ПИФов облигаций составило 4,11% за 2006-2009 гг., тогда как ПИФы акций в среднем оказались в минусе за этот же период: -16,84%.

Портфели пенсионных резервов и пенсионных накоплений «просели» во время острой фазы кризиса (см. график П.13), однако значительных потрясений на рынке негосударственного пенсионного обеспечения не произошло. Были зафиксированы банкротства двух крупных управляющих компаний (Пиоглобал Эссет Менеджмент, Рбизнес управление активами), не выполнивших обязательства перед НПФами по обеспечению минимальной гарантированной доходности.

График П.13. Динамика объемов пенсионных резервов и пенсионных накоплений, млрд. руб.



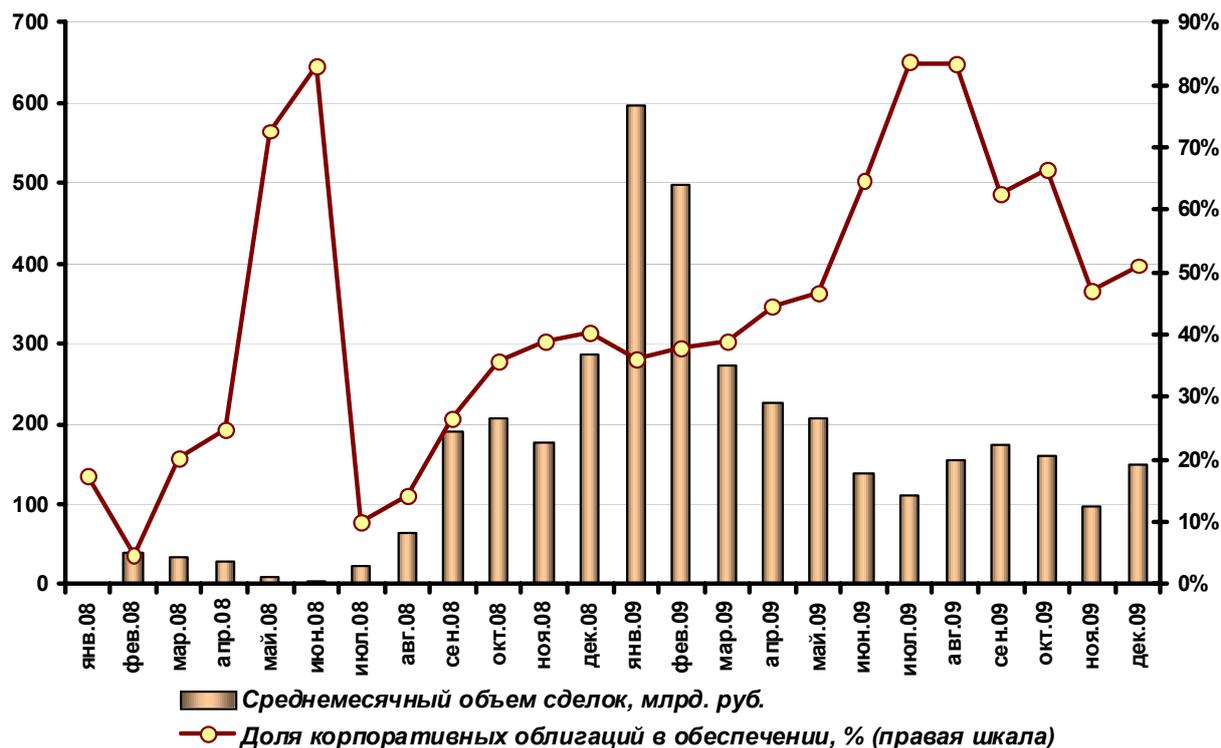
Источник: npf.investfunds.ru

Важной новацией для рынка корпоративных облигаций в 2009 г. стало открытие доступа на рынок государственной управляющей компании Пенсионного фонда РФ, которая является потенциальным долгосрочным инвестором.

Влияние на поддержку ликвидности банковской системы.

Во время кризиса существенно активизировались операции рефинансирования банковской системы под залог корпоративных облигаций (см. график П.14). Это было связано с расширением ломбардного списка Банком России, в том числе за счет включения в него долговых обязательств компаний из списка системообразующих предприятий. В результате ликвидность корпоративных облигаций существенно повысилась, поскольку они стали значимым залоговым инструментом при получении кредита в Банке России (доля корпоративных облигаций в обеспечении выросла с 10-20% до 40-50%).

График П.14. Операции прямого РЕПО с Банком России



Источник: Банк России, расчеты ЦМАКП

Перспективы развития рынка

Высока вероятность того, что те факторы, которые способствовали взлету рынка в 2009 г., прекратят свое действие.

Во-первых, в условиях мягкой кредитно-денежной политики в развитых странах вероятно восстановление объема заимствований российских компаний на еврооблигационном рынке.

Во-вторых, возможно снижение интереса российских банков к рынку корпоративных облигаций в связи со стабилизацией рисков кредитования и замедлением динамики «плохих долгов».

В-третьих, в связи с планируемым Банком России уменьшением объемов рефинансирования спрос на корпоративные облигации как возможный инструмент залога также может ослабнуть.

Несмотря на то, что действие конъюнктурных факторов может ослабнуть, продолжат действие факторы, связанные с произошедшими в результате кризиса изменениями в поведении участников рынка.

Во-первых, в результате появления «историй дефолтов» у инвесторов возникли более четкие критерии оценки кредитных рисков эмитентов. Это, при прочих равных условиях, позволит повысить ликвидность рынка.

Во-вторых, важную роль способен сыграть демонстрационный эффект, связанный с состоявшимся выходом на первичный рынок крупнейших российских эмитентов (Транснефть, Северсталь, Башнефть, РЖД). Это свидетельствует о возможностях рынка и будет способствовать поддержанию интереса к нему как со стороны потенциальных заемщиков, инвесторов, а также финансовых посредников.

В-третьих, похожий эффект на поведение участников рынка будет оказывать сам прецедент активной поддержки, оказанной рынку Банком России в период кризиса (через систему рефинансирования, а также разрешение проблемы взаиморасчетов). Этот прецедент будет способствовать улучшению уровня оценок устойчивости рынка в длительной перспективе.

В условиях исчезновения конъюнктурных факторов разогрева рынка корпоративных облигаций перспективы превращения его в устойчивую альтернативу внешним заимствованиям компаний будут определяться готовностью государства целенаправленно стимулировать его развитие.

Опыт крупных стран с развивающимися рынками (например, Бразилии) показывает, что при наличии целенаправленной политики задача формирования развитого и емкого внутреннего рынка корпоративных облигаций, выступающего в качестве полноценной альтернативы международному долговому рынку – вполне достижима. Этот же опыт указывает на возможные способы и инструменты решения этой задачи (см. табл.2)

Таблица П.2. Проблемы российского рынка корпоративных облигаций и возможные решения, основанные на опыте Бразилии

Проблема	Возможное решение
Короткие сроки заимствования	Налог на операции с облигациями - IOF tax - стимулирующий долгосрочные вложения в облигации (чем больше срок инвестирования, тем меньше ставка)
Низкая ликвидность вторичного рынка	Формирование национальных банков маркет-мейкеров для обеспечения устойчивой ликвидности рынка. В Бразилии роль такого маркет-мейкера выполняет банк развития BNDES
Низкая защищенность прав держателей облигаций	Развитие выпусков облигаций, обеспеченных залогом, при повышении прав залогодержателя. Стимулирование принятия ковенант. Примеры распространенных ковенант: <ul style="list-style-type: none"> • ограничение денежных потоков в пользу аффилированных компаний; • ограничение смены контроля и собственности; • деятельность внутри заранее объявленных корпоративных целей; • запрет продажи активов; • ограничение использования активов в качестве обеспечения, предоставления гарантий третьим сторонам; • запрет или ограничение на выпуск дополнительного долга.
Сложный порядок эмиссии облигаций	Введение green shoe option – предоставление андеррайтеру права продать больше облигаций, нежели было запланировано, в случае если спрос на бумаги окажется выше запланированного Shelf registration – разрешение компаниям выпускать ценные бумаги без предварительного уведомления и продавать их непосредственно инвесторам. При этом компания сама, не позднее, чем за два года до выпуска, должна зарегистрировать предполагаемую в будущем эмиссию

В работе над обзором «Итоги 2009 года и прогноз экономического развития на долгосрочную перспективу» принимали участие:

Е. Абрамова

А. Апокин

Д. Белоусов

Д. Галимов

М. Мамонов

К. Михайленко

Е. Пенухина

А. Пестова

И. Поляков

В. Сальников

О. Солнцев

а так же М. Шухгалтер (литературное редактирование), Г. Гольшев (компьютерная верстка)