



Национальный исследовательский университет  
ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ



ЦЕНТР  
РАЗВИТИЯ

ЦЕНТР АНАЛИЗА  
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

Еженедельный выпуск

# НОВЫЙ КУРС

⊕ 66

7–13 МАЯ 2011 г.

Под редакцией С. В. Алексашенко

**ХРОНИКИ** 2

**ПРЕДВЫБОРНАЯ  
ГОНКА** 4

**РЫНКИ** 7

**НЕДВИЖИМОСТЬ** 11

**ПРОЖЕКТОР  
МОДЕРНИЗАЦИИ** 12

**КОММЕНТАРИИ О  
ГОСУДАРСТВЕ И  
БИЗНЕСЕ**

*Электроэнергетика:  
консолидация напоминает  
регресс* 16

НОВЫЙ КУРС ⊕ 66

## Хроники

### Неистребимый профицит

По предварительной оценке Минфина, за первые четыре месяца 2011 года доходы федерального бюджета составили 3340 млрд. руб. (21,3% ВВП), расходы – 3206 млрд. руб. (20,4% ВВП). Таким образом, бюджетный профицит в текущем году поддерживается уже на протяжении 4 месяцев. Такая ситуация не наблюдалась с 2008 года. Причина этого очевидна, и состоит она в крайне благоприятной конъюнктуре мировых сырьевых рынков. Средняя цена на нефть марки Urals в январе-апреле 2011 года составила 106,7 долл. за баррель (что более чем на 30 долл. превышает цену, заложенную в расчеты бюджета на 2011–2013 годы), что привело к росту нефтегазовых доходов бюджета до 10,1% ВВП, что на 1,4% превышает уровень 2010 года. А поскольку поступления остальных налогов по отношению к ВВП остались практически на прошлогоднем уровне, это стало причиной роста доли нефтегазовых доходов в общих доходах бюджета до 47,4% против 43,7% годом ранее.

Доля расходов бюджета в ВВП в январе-апреле 2011 года составила 20,4%, что на 2,5% ниже показателя 2010 года, что лишний раз заставляет нас подвергнуть сомнению данные Росстата о темпах роста экономики России в начале текущего года.

Высокие цены на нефть кардинальным образом поменяли планы Минфина относительно финансирования бюджетного дефицита. Согласно измененному закону о бюджете он должен составить всего 1,3% ВВП вместо предполагавшихся ранее 3,6%, а 677 млрд. руб. должны быть направлены в Резервный фонд. За первые четыре месяца 2011 года прирост остатков на счетах Минфина составил 649 млрд. руб., так что можно считать, что годовой план по этому показателю уже практически выполнен. В соответствии с прозвучавшим на этой неделе заявлением министра финансов А. Кудрина, Россия не собирается в 2011 году занимать на внешних финансовых рынках. Речь идет о дополнительных заимствованиях, поскольку еврооблигации на сумму 40 млрд. руб. уже были размещены. Таким образом, весь бюджетный дефицит в 2011 году будет профинансирован за счет внутренних заимствований и доходов от приватизации.

В общем, с бюджетом опять всё хорошо .... при дорогой нефти.

### Доходы и расходы федерального бюджета

% ВВП	апр.10	апр.11	январ.-апр. 10	январ.-апр. 11
Доходы всего	18,7	22,8	19,8	21,3
Нефтегазовые доходы	7,7	10,8	8,7	10,1
Ненефтегазовые доходы	11,0	12,1	11,1	11,2
Расходы всего	23,5	23,9	22,9	20,4
Процентные расходы	0,2	0,8	0,6	0,6
Непроцентные расходы	23,3	23,7	22,4	19,9
Профицит/Дефицит (-)	-4,7	-1,1	-3,1	0,9
Источники внутреннего финансирования дефицита				
прирост остатков на счетах	-2,9	1,1	-3,1	3,5
Источники внешнего финансирования дефицита				
прирост остатков на счетах	3,2	-0,1	5,2	-4,1
Источники внешнего финансирования дефицита	4,4	0,1	1,0	-0,2

Источник: Минфин, расчеты Центра развития.

## Будет ли торможение импорта?

На прошлой неделе ФТС России опубликовала предварительные данные об импорте из стран дальнего зарубежья за апрель текущего года. Стоимость импорта по сравнению с предыдущим месяцем практически не изменилась и составила 21,8 млрд. долл. (рост на 44% по сравнению с прошлым годом).

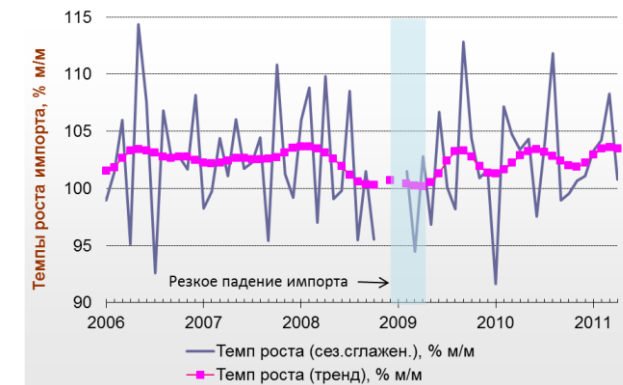
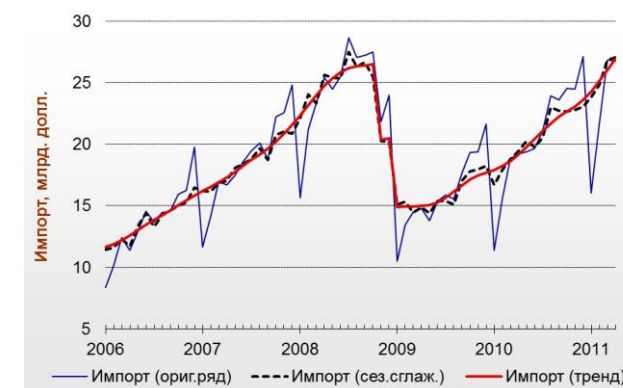
Локомотивом роста импорта по-прежнему является ввоз автомобилей, стоимость которых в апреле более чем в два раза превысила прошлогодние показатели. Впрочем, в этом нет ничего удивительного – сказывается эффект базы: первые признаки послекризисного восстановления автомобильного рынка стали заметны лишь в марте прошлого года, когда заработала правительственная программа по утилизации старых автомобилей, но импорт автомашин начал расти лишь летом – российские дилеры не смогли предугадать развитие событий и опоздали с размещением своих заказов у производителей.

В целом стоимость всего импорта с учетом стран СНГ, по нашим оценкам, в апреле составила около 27 млрд. долл. (см. верхний график). С исключением сезонности и случайных колебаний (тренд) импорт вырос на 3,5% по сравнению с предыдущим месяцем (нижний график); столь высокими темпами импорт растет уже три месяца. Даже в случае, если импорт перестанет расти и стабилизируется на текущем уровне до конца года, за весь 2011 год его стоимость вплотную приблизится к 320 млрд. долл., т. е. составит почти 28% роста год к году, и это лишь минимальная граница нашего прогноза.

Стоимость экспорта в апреле, по нашим расчетам, увеличилась до 46 млрд. долл., что лишь немного уступает предкризисному уровню в июле 2008 г. (47 млрд. долл.), но тогда и котировки российской нефти на мировом рынке были выше (129 против 120 долл./барр. в апреле текущего года).

На фоне роста нефтяных цен торговое сальдо в апреле достигло рекордного за всю историю уровня – 19 млрд. долл. Поскольку объем интервенций Банка России на валютном рынке в апреле не сильно изменился и составил около 3,7 млрд. долл., то при инерционном росте отрицательного сальдо по неторговым операциям до 6 млрд. долл. можно утверждать, что в апреле чистый отток капитала частного сектора еще больше усилился. По нашим оценкам, он мог составить порядка 9 млрд. долл., т. е. с начала года из России ушло 30 млрд. долл. (5,5% ВВП).

Динамика стоимости импорта из стран дальнего зарубежья и СНГ



Источник: ФТС России, Банк России, расчеты Центра развития.

# Предвыборная гонка

*До выборов президента России осталось 299 дней*

## Медведев

### Об улучшении демографических показателей

Я тоже решил внести небольшую лепту в этот процесс и сегодня подпишу специальное распоряжение о передаче половины президентского резервного фонда на закупку медицинского специализированного оборудования для выхаживания детей с экстремально низкой массой тела, то есть недоношенных детей.

13 мая, посещение костромского роддома

<http://kremlin.ru/transcripts/11233>

## Путин

### О поддержке экспортеров

Мы создаём, как вы знаете, Российское агентство по страхованию экспортных кредитов и инвестиций. Новая структура будет брать на себя часть финансовых рисков, помогать нашим экспортёрам наращивать свою конкурентоспособность.

В этом году агентство сможет застраховать экспортные кредиты в небольшом пока объёме – до 1 млрд. долларов. Небольшой, имея в виду потенциальные возможности нашего машиностроения. А уже к 2013 году планируется обеспечить страховой поддержкой свыше 15% всего российского экспорта машин, оборудования и транспортных средств на общую сумму более 14 млрд долларов.

И ещё о поддержке нашего экспорта. На совещании по развитию энергомашиностроения было дано поручение проработать вопрос о предоставлении иностранным заказчикам льготных кредитов на покупку российской энергетической техники.

11 мая, выступление на съезде Союза машиностроителей в Тольятти

<http://premier.gov.ru/events/news/15139/>

### О политике Центрального банка

...У финансовых властей не так много инструментов для того, чтобы решать стоящие перед ними задачи: сдерживать инфляцию – одна из них ...Здесь не нужно быть особо грамотным финансистом. Просто, когда объём ввозимой валюты резко увеличивается, используются два основных инструмента: либо изменение курса рубля, укрепление национальной валюты (что и делает Центральный банк), либо увеличение резервов, изъятие этих денег в резервы. Но мы не можем сейчас в резерв много закачать, потому что у нас очень большая

## И другие...

### Л. Поляков, член Общественного совета президиума Генерального совета «Единой России»

Мне кажется, что и у Путина, и у Медведева, а они отложили этот вопрос до довольно позднего срока, насколько я понимаю, не раньше парламентских выборов об этом будет что-то сказано от самого тандема... Так вот, мне кажется, эти люди вполне понимают, вменяемые такие же, как мы с вами. Для того, чтобы претендовать на роль главы государства, на 2-й ли срок Медведева или на новый цикл Путина, нужно выходить к нам с вами с конкретными предложениями, а не потому что моя фамилия Путин или Медведев. Так вот, и Путин, и Медведев делают все для того, чтобы накопить некий багаж идей, инициатив, чтобы прийти не с пустыми руками, чтобы мы реально выбирали.

<http://echo.msk.ru/programs/opponent/773364-echo/>

*расходная часть в связи с социальными расходами бюджета, – вот в чём проблема.*

11 мая, выступление на съезде Союза машиностроителей в Тольятти

<http://premier.gov.ru/events/news/15139/>

### **О преференциях российским производителям**

*Считаю, что механизм проведения тендеров по закупке отечественного и зарубежного оборудования также может и должен быть усовершенствован. Если в нашей стране производятся соответствующие мировым стандартам образцы, то, безусловно, нельзя допускать преференции иностранным компаниям и поставщикам. Это совсем не значит, что их нужно выдавливать с рынка, но часто, к сожалению, преференциями они у нас пользуются большими, чем наши собственные производители.*

11 мая, выступление на съезде Союза машиностроителей в Тольятти

<http://premier.gov.ru/events/news/15139/>

### **О регулировании тарифов**

*Для нас важно, чтобы тарифы на энергетические ресурсы, а если смотреть в целом, и на услуги всех естественных монополий, включая железнодорожные перевозки, были посильными для экономики, для участников экономической жизни и для граждан, для промышленности и сельского хозяйства, чтобы рост тарифов не подрывал деловую активность. Поэтому мы сейчас рассматриваем вариант, по которому рост тарифов будет ограничен уровнем инфляции следующего года. У нас, как вы помните, сейчас планируется 6,5–7,5%, в следующем году мы планируем 5,6%. Такой сбалансированный подход даст нашим инфраструктурным компаниям стимул снижать издержки, работать над своей эффективностью, рачительно использовать ресурсы для развития, а с другой стороны, это главное – позволит поддержать быстрый подъём всей экономики страны*

6 мая, выступление на Межрегиональной конференции партии «Единая Россия» на тему «Стратегия социально-экономического развития Юга России до 2020 года. Программа на 2011–2012 годы»

<http://premier.gov.ru/events/news/15104/>

### **Г. Зюганов, председатель ЦК КПРФ**

Странно, прежде всего, то, что «Народный фронт» создается по инициативе премьера правительства, которое должно выражать интересы всех слоев населения, независимо от политической ориентации. Что касается «Единой России», то она под своей вывеской дальше идти на выборы не может. Там понимают, что теряют голоса. Причем выжимать их с помощью административных рычагов, судебных исков и преследований оппозиции становится невозможно.

[http://kprf.ru/rus\\_soc/91655.html](http://kprf.ru/rus_soc/91655.html)

**О субсидировании цен на ГСМ**

*Если у нас нет более рыночного регулятора, то заставлять нефтяников постоянно держать низкие или даже ниже рыночных цен на ГСМ – это тоже не очень хорошо: это же тоже очень важная отрасль российской экономики. Но у нас сегодня просто выхода нет, и мы, к сожалению, вынужденно применяем и какое-то время ещё будем применять эти процедуры.*

6 мая, выступление на Межрегиональной конференции партии «Единая Россия» на тему «Стратегия социально-экономического развития Юга России до 2020 года. Программа на 2011–2012 годы»

<http://premier.gov.ru/events/news/15104/>

**О военных расходах в бюджете**

*Могу сказать вам, да и всем гражданам России, многие знают об этом, кому-то напомним: это совсем не милитаристский бюджет и не изменение нашей политики. Потому что наши военные расходы всё равно остаются на уровне в 25 раз меньше, чем военные расходы тех же Соединённых Штатов Америки. В 25 раз! Не в какие-то проценты, а в 25 раз! Но, имея в виду наши безусловные конкурентные преимущества, связанные с достижениями ещё прежних поколений – дай Бог им здоровья – в военной науке, военной промышленности, кадрах, мы можем безусловно обеспечить свою обороноспособность и за эти деньги. Для нас они тоже немаленькие.*

6 мая, выступление на Межрегиональной конференции партии «Единая Россия» на тему «Стратегия социально-экономического развития Юга России до 2020 года. Программа на 2011–2012 годы»

<http://premier.gov.ru/events/news/15104/>

## Рынки

### Рост спроса все-таки замедляется

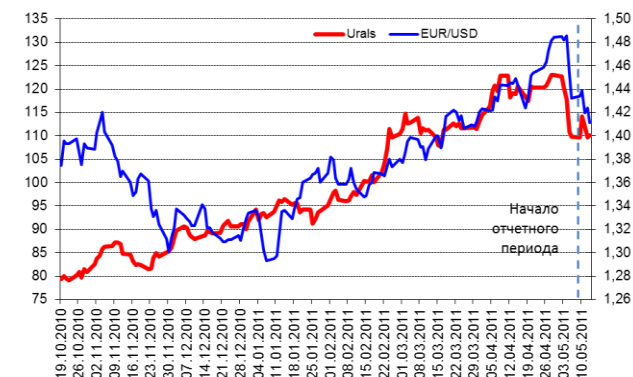
После «черной недели», когда за пять торговых дней нефтяные котировки обвалились на 10–15% в зависимости от сорта нефти, наступило некоторое затишье. Резко подешевевшая нефть первоначально привела к росту спекулятивных покупок, которые не нашли поддержки у рынка, и цены вновь пошли вниз, правда, уже не столь агрессивно. В результате стоимость российской нефти марки Urals на прошлой неделе колебалась в диапазоне 109–114 долл./барр.

Негативными новостями для «быков» стали еженедельный доклад Министерства энергетики США и прогноз Международного энергетического агентства (МЭА). Согласно данным за последнюю отчетную неделю, впервые за последние нескольких недель непрерывного роста в США снизился спрос на бензин (опустившись ниже прошлогодних значения несмотря на привычный для этого времени года сезонный рост) и дистилляты; впервые за 11 недель выросли запасы бензина; рост коммерческих запасов сырой нефти превысил ожидания западных аналитиков.

В докладе МЭА впервые в этом году снижен прогноз прироста потребления нефти – более чем вдвое: с 3,3% в прошлом году до 1,5% в текущем. В марте мировой спрос на нефть, согласно данным МЭА, вырос всего на 0,4% (и то лишь благодаря развивающимся рынкам) – таких низких темпов не было уже два года. В то же время влияние высоких цен пока еще не успело в полной мере отразиться на потреблении. В последнее время отмечены признаки замедления темпов экономического роста в США; в связи с недавними трагическими событиями ожидается также сокращение ВВП Японии. Так что МЭА, вероятнее всего, придется еще не раз понижать свой прогноз на текущий год.

Однако пока мы не видим формирования негативного устойчивого ценового тренда на нефтяном рынке. Первые признаки торможения спроса пока не «перевешивают» факторы, приведшие к росту нефтяных цен в последние месяцы: волнения в арабском мире продолжаются; ливийская нефть не поступает и не будет поступать на мировой рынок еще долго (год-два) из-за разрушенных нефтепроводов и нефтехранилищ; мягкая монетарная политика в США, по всей видимости, сохранится еще не один месяц.

Цена на российскую нефть и курс евро/доллар



Источник: Reuters.



## Нефть падает, рубль крепчает. Как скоро разворот?

С момента окончания предыдущей недели рубль продолжил укрепление на валютном рынке, отыграв у бивалютной корзины еще 0,5% (или 16 копеек). Укрепление рубля происходило при снижении цен на нефть, что подтверждает высказанное нами ранее предположение о том, что «сезон» роста рубля при уровне нефтяных цен выше 110 долл./барр. еще не исчерпал свой потенциал.

В то же время переоценка нашего показателя эффективной цены на нефть<sup>1</sup> (вследствие обновления данных по импорту за апрель) указывает на то, что сальдо текущих операций находится в менее устойчивом положении, чем мы считали ранее. Наша модель показывает, что сохранение стабильного курса рубля в среднесрочном периоде возможно при ценах на нефть не ниже 110 долл./барр., что соответствует текущему уровню. В случае дальнейшего снижения нефтяных цен модель указывает на возможный разворот тренда в динамике рубля в течение последующих трех месяцев.

Тем временем ситуация на рынке нефти, похоже, подстегнула спрос на валюту. Так, на позапрошлой неделе Банк России резко уменьшил свое присутствие, пополнив международные резервы всего на 0,8 млрд. долл., что лишь немного выше рамок погрешности счета. При этом не исключено, что на прошлой неделе он ушёл с рынка совсем.

## Индикаторы фондового рынка

Фондовые индексы США снижаются вторую неделю подряд: индекс Dow Jones за период с 6 по 13 мая снизился на 0,3%, снижение индекса S&P 500 составило 0,2%. Основанием для этого на прошедшей неделе были опасения инвесторов, связанные с развитием кризиса суверенного долга стран зоны евро, и ожидания ускорения инфляции в апреле, которые, впрочем, как показали данные Министерства труда США, не оправдались. Фондовый индекс потребительских цен в апреле вырос на 0,4% (в марте этот показатель составлял 0,5%), индекс цен без учета топлива и продовольствия увеличился на 0,2%,

Динамика стоимости бивалютной корзины, цен на нефть Urals и международных резервов Банка России



Примечание: в ценах резервных активов на 01.01.2011.

Источник: Банк России, Reuters, расчеты Центра развития.

<sup>1</sup> Напоминаем, этот показатель показывает уровень цен на нефть, необходимый для достижения текущих уровней СТО (с устранённой сезонностью), если бы размеры остальных компонент СТО (импорт товаров, импорт услуг, прочий экспорт, экспорт услуг, неторговые операции) находились на уровне апреля 2010 года.



что соответствует ожиданиям экономистов. Кроме того, цены на нефть в США на прошедшей неделе упали до уровня ниже 100 долл./барр., вследствие чего акции американских нефтяных и энергетических компаний были в числе лидеров падения, наряду с акциями финансовых компаний.

Европейские фондовые индексы также снижались вторую неделю подряд из-за долговых проблем ряда периферийных стран и падения цен на акции сырьевых компаний. Индекс S&P Europe 350 снизился на 0,3%. В соответствии с новой порцией статистических данных, в первом квартале 2011 года ВВП Германии и Франции выросли на 1,5 и 1% соответственно, ВВП Португалии снижается второй квартал подряд, что свидетельствует о закономерной в условиях резкого сокращения бюджетных расходов рецессии.

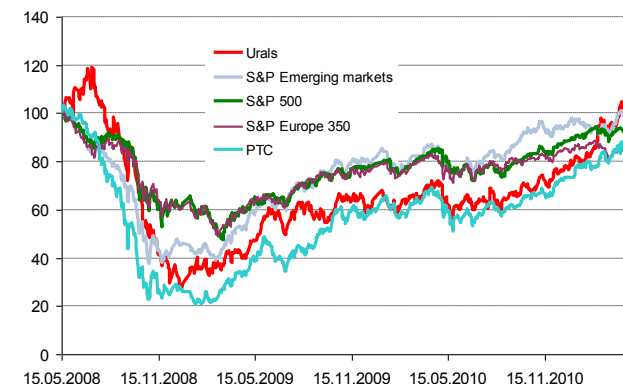
Фондовые рынки развивающихся стран на прошедшей неделе также продолжили снижение: индекс S&P для развивающихся стран сократился на 1,5%. Азиатские фондовые индексы снижались на опасениях, что антиинфляционные меры, предпринимаемые правительством Китая, приведут к замедлению роста китайской экономики. Россия следовала за мировыми тенденциями, но изменения фондовых индексов в относительном выражении у нас оказались намного масштабнее. Хотя заметного снижения цен на нефть марки Urals и не произошло, индекс ММВБ потерял 2,9%, а индекс РТС понизился на 3,6%.

## Долговые рынки

Цены на казначейские облигации США снизились впервые за последние пять недель. В четверг, 12 мая, доходность десятилетних облигаций США выросла до 3,22% на ожиданиях ускорения инфляции в апреле, но после выхода статистических данных в пятницу цены подросли. В результате за период с 6 по 13 мая доходность десятилетних казначейских облигаций США выросла с 3,15 до 3,17%, доходность тридцатилетних облигаций выросла также на 2 базисных пункта, с 4,29 до 4,31%. Разрыв между доходностями десятилетних облигаций и облигаций, защищенных от инфляции, сократился до 2,39% (в апреле этот показатель достигал 2,67%).

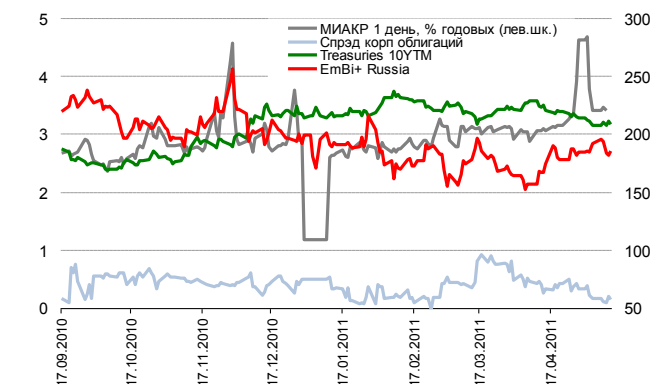
Отношение инвесторов к суверенным облигациям на развивающихся рынках на прошедшей неделе, как ни странно, улучшилось. Индекс JP EMBI+ снизился с 282 до 277 базисных пунктов, индекс EMBI+Russia сократился со 193 до 186 базисных пунктов.

### Динамика фондовых индексов



Источник: S&P, Cbonds.ru, расчеты Центра развития. Данные нормированы к показателям на середину мая 2008 г.

### Динамика показателей долгового рынка



Источник: Cbonds.ru, расчеты Центра развития.

Цены на российские корпоративные облигации на прошедшей неделе не изменились. Средневзвешенная доходность корпоративных облигаций, согласно индексу RUX-Cbonds, осталась на уровне 7,19%. Показатель валовой доходности ОФЗ (RGBY) за период с 6 по 13 мая вырос с 7,03 до 7,05%. В результате спред между доходностями ОФЗ и корпоративных облигаций сократился до 0,14%, 11 мая этот показатель был еще ниже – всего 0,1%.

# Недвижимость

## Цены подрастают «привычными» темпами

Стоимость квадратного метра московской квартиры за минувшую неделю, согласно данным группы компаний «Индикаторы рынка недвижимости», выросла на 0,7% и достигла 4911 долл. С начала года рост долларовых цен составил 8,2%, практически сравнявшись с аналогичным прошлогодним показателем (8,6%). Однако пока цены на недвижимость в Москве растут гораздо медленнее, чем до кризиса, что обуславливается торможением роста реальных денежных доходов населения, которые даже снижаются относительно прошлого года.

О низкой платежеспособности населения может свидетельствовать тот факт, что уровень проблемных ипотечных кредитов, согласно статистике Банка России, в марте резко вырос – с 13,3 до 16,6% с учетом не только просроченных платежей (методика РСБУ), но и всего тела кредита. За последние полтора года доля просрочки не превышала 14,7% (март 2010 г.) и даже имела тенденцию к снижению (12,2% в январе текущего года). Сильнее всего выросли проблемные кредиты с просрочкой до 30 дней — с 4,4 до 7%. На эту «временную» категорию приходится основная масса просрочки – более 40% всех просроченных кредитов. Но следует отметить, что рост уровня проблемных кредитов в марте проходил одновременно с увеличением (более чем в два раза по сравнению с предыдущим годом) выданных ипотечных кредитов. Похоже, что банки пытаются максимально разбавить плохие старые кредиты хорошими (как они думают) новыми.

В этих условиях смягчение условий по ипотеке может обернуться еще большим увеличением просрочки. Причем в снижении «входного билета» на ипотечный рынок замечены небольшие банки, которые всеми силами пытаются привлечь новых клиентов или тех, кто не смог взять ипотеку в госбанках. Недавно Балтинвестбанк и Московское ипотечное агентство (МИА) предложили ипотечные схемы без первоначального взноса с дополнительным залогом имеющейся в собственности заемщика недвижимости (помимо покупаемой). Практика показывает, что новые кредиты чаще уходят в просрочку по сравнению с теми, что выдавались еще до кризиса (кто не смог платить в результате кризиса, уже попали в просрочку, а кто выдержал удар кризиса – исправно платят).

Цены на жилье в г. Москве



Источник: группа компаний «Индикаторы рынка недвижимости IRN», расчеты Центра развития.

## Прожектор Модернизации

### ОПК и гособоронзаказ

На совещании 10 мая текущего года по вопросам развития оборонно-промышленного комплекса президент Д. Медведев констатировал срыв исполнения гособоронзаказа в 2010 году: при полном финансировании в 1,159 трлн. рублей объемы закупок конкретных видов вооружений составили порядка 65–70%. (Справочно: в 2009 г., по данным Счетной палаты, исполнение по объему заданий составило 41,9%, по объему работ – 64,9% при 100%-ном финансировании). Причины ежегодных провалов президент связал с затягиванием проведения конкурсов, с необоснованными («мутными») ценами, с износом основных фондов предприятий, отсутствием механизма привлечения инвестиций и инноваций в отрасль, неконкурентным получением заказов (заказ получили по низкой цене, а поставляли продукцию – по высокой).

В этой связи правительству было поручено принять соответствующую федеральную целевую программу на 2011–2020 годы с бюджетом почти 20 трлн. рублей, проработать вопросы организации её финансирования, до конца мая 2010 года разместить оборонзаказ и авансировать исполнителей работ согласно плану на 2011–2013 годы. Финансирование оборонного заказа на 2011 и 2012 годы должно составить по 1,5 трлн. рублей в год, а на 2013 год – 2 трлн. рублей. Глава правительства В. Путин не заставил себя долго ждать с поручениями и 11 мая на съезде Союза машиностроителей заявил, что Минфин и Минобороны готовят проект постановления правительства о 100%-ном авансировании предприятий при исполнении гособоронзаказа. Правда, это коснется только основных поставщиков и крупных предприятий под определенные гарантии исполнения заказов («здесь же все взрослые ребята сидят», отметил В. Путин), так как существует риск нецелевого использования бюджетных средств, например, размещение на счетах в банках или на решение других задач предприятиями. Кроме того, из слов главы правительства следует, что авансирование будет ограничено возможностями бюджета на текущий год, т. е., возможно, оно и не будет 100%-ным.

Однако нам представляется, что российские лидеры ищут решение проблем «не под тем фонарем». По нашему мнению, принципиальной болезнью российского ОПК является избыточная концентрация и полное отсутствие конкуренции, чего не было даже в



▲ Для исполнителей  
гособоронзаказа обещан механизм  
авансирования

▼ Но при отсутствии конкуренции  
вряд ли удастся решить  
имеющиеся проблемы

▼ Тем более что и выполнять  
оборонный заказ невыгодно

Советском Союзе. Такой подход создает не только дестимулирующее настроение для производства инновационной продукции и прихода в отрасль инвесторов, но и изолирует оборонный комплекс от гражданского сектора, а в современном мире основным является переток новейших технологий из гражданского сектора в оборонный.

Кроме того, имеются и очевидные проблемы в организации бюджетного процесса. С одной стороны, в соответствии с мировой практикой отрасль ОПК должна стать рентабельной и инвестиционно привлекательной. Целевой ориентир по рентабельности в отрасли, по мнению премьер-министра В. Путина, должен составлять минимум 15%, притом что сегодня рентабельность гособоронзаказа при его размещении составляет 2–3%<sup>2</sup>, и к тому же, согласно законодательству, российский производитель вооружений не может отказаться от исполнения оборонного заказа, даже если он убыточен. Если же к этому добавить тот факт, что фактическая инфляция (а значит, и процентные ставки по кредитам) заметно превышает ожидания правительственных чиновников, то становится понятным, почему зачастую предприятия не могут исполнить заказы на поставку вооружений даже при 100%-ном финансировании.

## Участие в системе страхования вкладов хотят облегчить

На прошлой неделе в Госдуму был внесён законопроект, предполагающий исключение из числа обязательных критериев для определения финансовой устойчивости банков – участников системы страхования вкладов (ССВ) – критериев доходности.

Напомним, что в соответствии с законом «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» финансовая устойчивость коммерческого банка признавалась недостаточной для его участия в ССВ, если он был убыточен по состоянию на две отчётные квартальные даты подряд. Однако в условиях кризиса на данную норму закона был наложен мораторий, срок действия которого истекает 1 июля.

Две недели назад мы комментировали аналогичный ход Банка России, который принял решение продлить мораторий на использование сходных показателей для определения экономического положения кредитных организаций в соответствии в указанием № 2005-



▲ Банкам не надо будет «рисовать» прибыль для АСВ

▼ Вкладчики финансово неблагополучных банков останутся под защитой

▼ Сохраняются две методики определения экономического положения банка

<sup>2</sup> Согласно данным из доклада председателя Союза машиностроителей России С. В. Чемезова на съезде Союза машиностроителей России: <http://www.soyuzmash.ru/pr/svc110511.php>

У<sup>3</sup>. Помимо прочего, мы приводили данные, свидетельствующие об отсутствии в настоящий момент масштабных проблем с убыточностью банков. Так, по состоянию на 1 апреля, согласно имеющейся в открытом доступе отчетности только 20 банков имели убыток до налогообложения два квартала подряд, в то же время на настоящий момент в систему страхования вкладов входит 906 кредитных организаций. Тем не менее, учитывая сохраняющуюся непростую ситуацию в российской экономике в целом и банковском секторе в частности, решение Банка России выглядело оправданным. Что же касается вновь выдвинутого законопроекта, то в нём предлагается решить вопрос радикально: то есть не продлевать мораторий, а отказаться от рассмотрения показателей рентабельности для определения финансовой устойчивости банков вовсе.

В качестве аргумента в пользу такого решения разработчики выдвигают тезис о том, что прибыльность/убыточность банка напрямую не связана с его текущим финансовым состоянием. Так, например, банк может быть планово убыточным при реализации бизнес-плана по расширению количества филиалов и отделений. Однако вряд ли подобный аргумент является действенным при хронической убыточности кредитной организации. И если финансовый результат действительно не имеет отношения к финансовой устойчивости, то, интересно, зачем тогда банки включают соответствующий раздел в инвестиционные меморандумы при выпуске облигаций?

Однако, пожалуй, главным во всей этой истории является сохраняющееся наличие двух разных методик определения экономического (финансового) положения кредитных организаций, используемых Банком России: в целях соответствия банка критериям ССВ и в собственных целях (по уже упоминавшемуся указанию № 2005-У). При этом вполне реальна ситуация, при которой одной и той же кредитной организации Банк России будет позволять привлекать средства населения и одновременно отказывать в предоставлении рефинансирования, фактически совершенно по-разному оценивая степень риска для схожих операций. Представляется, что нормотворческая деятельность должна быть сосредоточена, прежде всего, именно на унификации требований. А нужные «прибыль/убыток» российские банки по балансу покажут при необходимости.

<sup>3</sup> См. «Новый курс» № 64.

## Бензин – в тисках правительства: ещё полоборота по часовой?

Не успели нефтяные компании отреагировать на повышение с 1 мая экспортных пошлин на автомобильный бензин на 44%, как верхи обрушили на них свои новые угрозы. В случае если дефицит топлива в стране не будет ликвидирован, следующей «дубиной» в руках правительства, по словам министра энергетики С. Шматко, может стать повышение экспортных пошлин на нефтепродукты, являющиеся промежуточным сырьём для производства бензина<sup>4</sup>. При этом нам не кажется, что подобная мера обязательно должна привести к значительному росту выпуска бензина в стране: мощности по перегонке такого сырья в бензин ограничены и, как правило, сконцентрированы в крупных компаниях. А вот с точки зрения финансового положения ВИНКов такое ограничение может оказаться куда серьёзнее ввиду большей доли этой продукции в экспорте.

Вдобавок глава Минэкономразвития Э. Набиуллина не исключает, что майские повышенные пошлины на бензин могут быть продлены на июнь. Министра понять можно: договориться с нефтяниками де-факто не удалось, так что теперь правительству без короткого поводка в руке не обойтись. К тому же бюджет от высоких пошлин только выиграет: как будут возвращены нефтяникам выпадающие доходы (и будет ли государство вообще их возвращать), до сих пор остаётся неясным.

Но важно даже не столько сокращение прибыли нефтяников, сколько сам прецедент (хотя, с учётом практикуемых правительством методов регулирования экономики, назвать прецедентом повышение пошлин на внеплановые 34% можно разве что с большой натяжкой). Косвенные потери отрасли, а значит, и всей экономики в целом, от таких «простых» мер куда масштабнее – инвестиционный климат нажатием кнопки кондиционера неотрегулируешь.

Так может, правительству всерьёз стоит задуматься о восстановлении Госкомцен и о придании законодательных функций Госплану? Простите, Минэкономразвития....



✓ Правительство еще больше ухудшает инвестиционный климат

✓ ...угрожая нефтяникам ввести новые административные ограничения ...

✓ ... и не предлагая никакого комплексного решения

▲ Но, возможно, эта мера поможет стабилизировать рынок

<sup>4</sup> Со слов С. Шматко, речь может идти о вакуумном газойле и прямогонном бензине.



## Комментарии о Государстве и Бизнесе

### Электроэнергетика: консолидация напоминает регресс

В прессе появилось сообщение о приобретении контролируемой государством экстерриториальной компанией РусГидро, владеющей акциями большинства ГЭС России, государственного (также контрольного) пакета акций в компании ОАО РАО Энергетические Системы Востока<sup>5</sup>.

Предполагается, что в собственность РусГидро попадет государственный 52%-ный пакет РАО ЭС Востока. Для привлечения средств РусГидро планирует проведение допэмиссии акций, и примерная стоимость сделки, по мнению аналитиков, составит 6,5 млрд. руб., что соответствует текущей рыночной оценке РАО ЭС. Окончательное решение по вопросу будет вынесено на собрании акционеров РусГидро в конце июня.

РусГидро и РАО ЭС Востока были выделены из состава РАО ЕЭС России, и на сегодняшний день они являются одними из крупнейших игроков на рынке электроэнергетики. Суммарная мощность РусГидро составляет 26 ГВт – вторая по России после ИнтерРАО; РАО ЭС Востока, занимающаяся генерацией, передачей и сбытом электроэнергии на Дальнем Востоке, по установленным мощностям (8,7 ГВт) занимает шестое место среди энергокомпаний России. При этом РАО ЭС Востока является единственной вертикально интегрированной компанией в теперешней российской электроэнергетике и объединяет генерирующие мощности и сети нескольких дальневосточных регионов, составляющих около 36% территории России.

Тихое согласие государства на сделку при отсутствии внятных и логичных ее обоснований заставляет строить различные предположения.

Во-первых, причиной слияния могла стать оценка государством менеджмента РАО ЭС Востока как неэффективного и вполне естественное в этой связи желание снять с себя ответственность за управление компанией. В частности, причиной слияния могла стать неспособность РАО ЭС Востока привлекать заемные средства (ставки по 5–10-летним

### Финансовые коэффициенты энергетических компаний России

	Капитализация, млн. руб.	Кап/МВт, млн. руб.	Кап/EBITDA
ОГК-5	47 050,9	19,01	6,08
Интер РАО	58 049,6	2,07	5,99
Иркутскэнерго	47 008,4	3,64	5,59
РусГидро	284 399,1	11,19	5,45
РАО ЭС Востока	21 136,5	2,42	1,84

Примечание: данные за 2009 год, кроме капитализации РАО ЭС Востока, рассчитанные на основе предполагаемой цены сделки.

Источник: ИД Коммерсантъ, Центр развития.

<sup>5</sup> <http://www.bfm.ru/articles/2011/05/05/rusgidro-doberetsja-do-kitaja.html>

кредитам РусГидро в 2009 г. составляли 8–11%, РАО ЭС – 12–16%). Инвестиционная программа РАО ЭС Востока, которая предусматривает до 2017 г. строительство объектов общей стоимостью 65 млрд. рублей<sup>6</sup> (или около 15 млрд. рублей в год) при таких ставках теряет свою эффективность.

Возможно также, что государство озабочено тем, в чьи руки отдать намечающуюся в перспективе продажу электроэнергии, производимой РАО ЭС Востока, а именно «восточным соседям» – Китаю и Японии: здесь важно, насколько силен продавец в переговорах, а поэтому государству может казаться, что предпочтительнее действовать через более крупную компанию (то есть через новый холдинг, а не через РАО ЭС Востока).

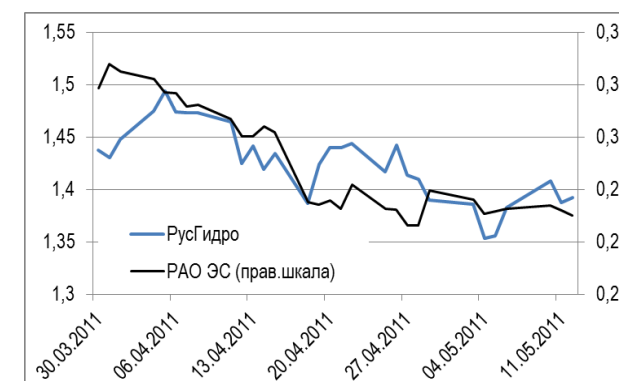
Еще одной причиной сделки могло стать желание менеджмента РусГидро укрепить свои позиции в отрасли в свете поддерживаемой государством тенденции к попятному движению после только что проведенной реформы электроэнергетической отрасли. В свете того, что РусГидро и ИнтерРАО стремятся к тому, чтобы прекратить перекрестное владение акциями, можно ожидать появления двух основных центров новой консолидации энергетической отрасли России. РусГидро своим последним приобретением попыталась занять место лидера, остается только дожидаться ответной сделки ИнтерРАО.

Ситуация, когда вместо приватизации с целью привлечения новых инвестиций образуется новый государственный монстр в форме рыхлого конгломерата (ГЭС, ТЭС и сети в одном флаконе) в целом не отличается необычностью для сегодняшних российских властей. Все идет к тому, что электроэнергетика спустя очень короткое время после ее реформирования возвращается к своей дореформенной структуре, что в силу своей непоследовательности производит крайне странное впечатление. Помимо двух центров новой консолидации – ИнтерРАО и РусГидро, есть и еще один претендент на это: структуры Газпрома представлены практически в каждой генерирующей компании, при этом число частных или иностранных инвесторов в российской электроэнергетике не увеличивается.

Важно понимать, что для Русгидро привлекательность слияния с РАО ЭС Востока может быть следствием не глубокого изучения ситуации, а частым для такого рода операций следствием стимула к слиянию как более легко осуществимой и резонансной операции, чем инвестирование имеющегося денежного потока в корневой для компании бизнес.

<sup>6</sup> Инвестиционная программа РАО ЭС Востока размещена по адресу <http://www.rao-esv.ru/invest/>

Динамика акций двух компаний, руб.



Источник: ММВБ.

Акционерам частной компании для проверки обоснованности намерений работающих на них менеджеров относительно того или иного слияния экономическая наука, изучающая мотивы слияний и поглощений, часто рекомендует осуществлять такого рода поглощения не за счет свободных ресурсов компании (или IPO, как в данном случае), а за счет кредитов, за которые надо платить. Но почему-то людям, управляющим госпакетами в российской энергетике, не приходит в голову какая-либо иная идея, кроме самых простых решений, которые, увы, очень часто являются неправильными. Именно поэтому простые решения нуждаются в самом сложном обосновании. Иначе они выглядят неубедительными, а предполагаемая синергия от сделки, когда  $2+2=5$ , может обернуться анергией (отрицательным результатом), когда  $2+2=3$ .

**Валерий Миронов, Ольга Пономаренко**

## Команда Центра развития

---

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

Михаил Волков

Виталий Дементьев

Наталья Ивликова

Николай Кондрашов

Алексей Кузнецов

Евгений Минзулин

Валерий Миронов

Дмитрий Мирошниченко

Максим Петрович

Анна Петрович

Ольга Пономаренко

Сергей Пухов

Сергей Смирнов

Андрей Чернявский

---

*Ждем Ваших вопросов и замечаний!*

ЦЕНТР РАЗВИТИЯ: тел./факс +7 (495) 625-94-74, e-mail: [info@dcenter.ru](mailto:info@dcenter.ru), <http://www.dcenter.ru>.

НИУ «Высшая школа экономики»: тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: [hse@hse.ru](mailto:hse@hse.ru), <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в Выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Института «Центр развития» НИУ «Высшая школа экономики». При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в настоящем Выпуске, необходимо указывать ссылку на Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.