



Комментарии о Государстве и Бизнесе

Под редакцией С. В. Алексащенко

⊕ 63

25 января –
7 февраля 2014

КОММЕНТАРИИ	РАЗМЫШЛЯЯ О ДЕВАЛЬВАЦИИ
ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС	Курс на девальвацию
ДЕНЬГИ И ИНФЛЯЦИЯ	Инфляция как функция от курса
БЮДЖЕТ	Влияние девальвации рубля на доходы федерального бюджета
НАСЕЛЕНИЕ	Девалютизация откладывается
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Рубль и реальный сектор экономики: плюсы и минусы ослабления национальной валюты
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Рентабельность обрабатывающей промышленности-2014: точки уязвимости
БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА	При полном непротивлении сторон
ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА	«Если на клетке слона прочтёшь надпись «буйвол», не верь глазам своим!» (Козьма Прутков)
ЦИКЛИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ	Опережающий индекс: ниже нуля впервые за весь послекризисный период
КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗ	Опрос профессиональных прогнозистов: резкой девальвации не будет

ЭКОНОМИКА В «КАРТИНКАХ»

Размышляя о девальвации

Этот выпуск «КГБ» необычный. Он целиком посвящен проблеме курса российского рубля: какие факторы будут определять его поведение, будет ли он дальше ослабевать и если да, то насколько сильно, какое влияние окажет ослабление рубля на состояние отдельных секторов российской экономики.

Ослабление рубля, на наш взгляд, целиком объясняется существующими тенденциями в платежном балансе – сокращением СТО и неослабевающим оттоком капитала, которые Центральный банк вынужден компенсировать своими интервенциями. Хотя в начале февраля процесс ослабления рубля приостановился, фундаментальные условия для его продолжения сохраняются. Поскольку Центральный банк активно вмешивается в динамику курса, невозможно оценить, сколько будет стоить рубль по итогам 2014 года. 20 января первый зампред Центробанка К.Юдаев сообщил, что регулятор провел стресс-тесты, которые показали, что устойчивость российской финансовой системы сохраняется при колебаниях курса рубля вплоть до 25-30%. Чтобы оценить возможную реакцию экономики на девальвацию, мы остановились, на более скромной и реалистичной с точки зрения тенденций в платежном балансе оценке, что среднегодовой курс бивалютной корзины в 2014 году ослабнет примерно на 16%.

Подобных масштабов ослабление рубля чревато ускорением годовой инфляции на 1,5-2,0 п.п. Очевидно, такие выводы не понравятся Банку России, который установил точечный ориентир по инфляции на 2014 г. на уровне 5,0% с допустимым отклонением в 1,5 п.п. Зато влияние ослабления рубля на доходы

федерального бюджета безусловно позитивное. Более высокий, чем было заложено в бюджетных проектировках, номинальный курс доллара к рублю увеличивает нефтегазовые доходы на 540 млрд. руб. или 0,74% ВВП, ненефтегазовые доходы (импортные пошлины и НДС на импорт) вырастают на 163,2 млрд. руб. или 0,22% ВВП.

Наши эксперты полагают, что серьезное ослабление рубля окажет противоречивое воздействие на реальный сектор российской экономики. Влияние ослабления рубля на динамику выпуска связано с ростом рентабельности несырьевого экспорта (в случае преобладания эффекта снижения внутренних издержек в валютном выражении над эффектом их роста по импортному сырью и комплектующим). Однако этот потенциал проблематично задействовать из-за проблем с неценовыми факторами конкурентоспособности. Говорить же о положительном влиянии девальвации на импортозамещение проблематично в силу того, что относительное удорожание импорта может сопровождаться усилением инфляции и снижением покупательной способности населения. При этом, по нашим оценкам, ослабление рубля на 16 % практически не изменит долю импортных товаров в структуре потребления населения.

В конце мы задаемся философским вопросом – а возможен ли в сегодняшней России режим свободного плавания и стоит ли Центральному банку к нему стремиться, и приходим к выводу, что такой режим пока и невозможен, и не нужен.

Наталья Акиндинова

Комментарии

Платежный баланс

1. Курс на девальвацию

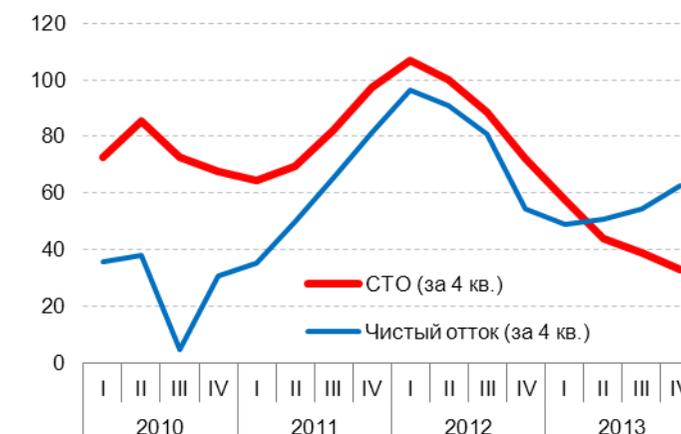
Стоимость бивалютной корзины, превысив предыдущий рекорд пятилетней давности, в январе 2014 г. достигла максимального уровня 41,08 рубля. Только за январь рубль подешевел более чем на 7%. Естественно возникает вопрос, чем вызвано столь резкое ослабление рубля, и что будет с российской валютой в ближайшие месяцы?

Ослабление рубля началось еще в прошлом году, и причины его вполне понятны – растущий дефицит валюты на внутреннем рынке. Этот дефицит стал результатом сочетания двух тенденций: растущего оттока капитала и сокращающегося притока валюты по текущим операциям. На графике (рис. 1.1), где представлена динамика этих показателей в годовом выражении (накопленным итогом за четыре предыдущих квартала), хорошо видно, что итоговый дефицит валюты имеет четкую тенденцию к росту: проявившись только в начале 2013 г., к концу года он достиг 30 млрд. долл. и в текущем году может еще больше увеличиться. Инерционный прогноз платежного баланса, который базируется на оценке ключевых тенденций счета текущих операций и чистого оттока капитала, позволяет говорить о возможности роста дефицита валюты для частного сектора как минимум до 70 млрд. долл. в случае сохранения имеющихся тенденций¹.

Обнуление профицита счета текущих операций при стабильных ценах на нефть – это лишь вопрос времени. Растущий дефицит неторговых операций рано или поздно сравнивается с торговым балансом (рис. 1.2); вполне вероятно, что (в силу сезонного фактора) это может случиться уже во втором квартале текущего года.

¹ См. «Новый КГБ» № 62 за период 11 – 24 января 2014 г.

Рис. 1.1. Профицит счета текущих операций и чистый отток капитала частного сектора, млрд. долл.



Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

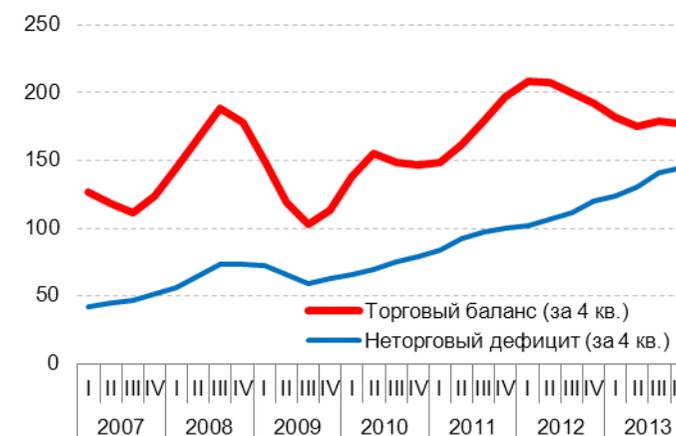
Ключевые переменные этого несложного уравнения – как поведут себя импорт и дефицит инвестиционных доходов, а также как на их динамику повлияет случившееся ослабление рубля.

Российский экспорт слабо зависит от курса рубля и сильно – от мировых цен и внешней конъюнктуры. Возможностей нарастить экспорт у сырьевых отраслей, химиков и металлургов (на которых приходится около 85% стоимости российского экспорта), практически нет; а даже гипотетический 20%-ный рост всего остального экспорта даст 3%-ный рост стоимости совокупного экспорта. Зато влияние валютного курса на товарный импорт явно более существенное, поскольку сопровождается ростом рублевых цен на импортируемые товары внутри страны и, следовательно, сокращением спроса на импорт. У российской экономики нет длинного ряда наблюдений, который позволил бы адекватно посчитать эластичность импорта по курсу рубля. В последние годы эта эластичность стала выше. Однако не стоит забывать, что динамика спроса на импорт не в меньшей степени, чем курсом рубля, определяется динамикой доходов населения и склонностью бизнеса к инвестированию. Уже в прошлом году рост реальных денежных доходов населения снизился до 3,8% (против 4,1% в среднем за 2010–2012 гг.), а инвестиции – вообще пошли на спад. Одним словом, нас не удивит, если при дальнейшем ослаблении внутреннего спроса рост импорта сменится снижением в 2014 г., а его масштабы превысят наши ожидания (сокращение на 1%, см. предыдущий выпуск бюллетеня).

Влияние девальвации рубля на сокращение дефицита инвестиционных доходов будет более ограниченным. Этот дефицит формируется, главным образом, за счет выплат нерезидентам от участия в капитале российских компаний (в том числе дивидендов и распределенной прибыли²) и процентных выплат по долговым обязательствам, которые в совокупности за прошедший год выросли на 5%. По оценкам Банка России процентные выплаты по внешнему долгу частного сектора в

² Девальвация рубля приводит к росту прибыли сырьевого сектора, который является основным плательщиком дивидендов.

Рис. 1.2. Основные компоненты счета текущих операций (в годовом выражении – сумма за 4 квартала), млрд. долл.



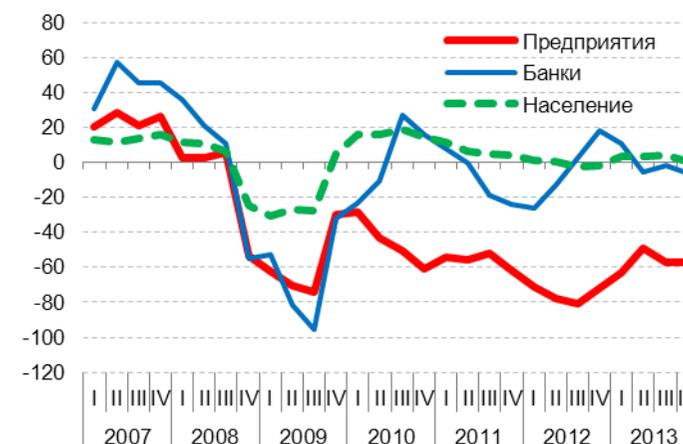
Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

текущем году составят около 22 млрд. долл. против 20 млрд. долл. в 2013 г. и 18 млрд. долл. в 2012 г.

Ключевым фактором формирования дефицита/избытка валюты на внутреннем рынке в этих условиях становится чистый отток капитала частного сектора (рис. 1.3). Из графика видно, что с 2010 г. основным «забойщиком» в выводе капитала за рубеж выступают предприятия – 50–80 млрд. долл., в то время как банковский сектор – «шарахается» из стороны в сторону (± 20 млрд. долл.), а покупка валюты населением близка к нулю.

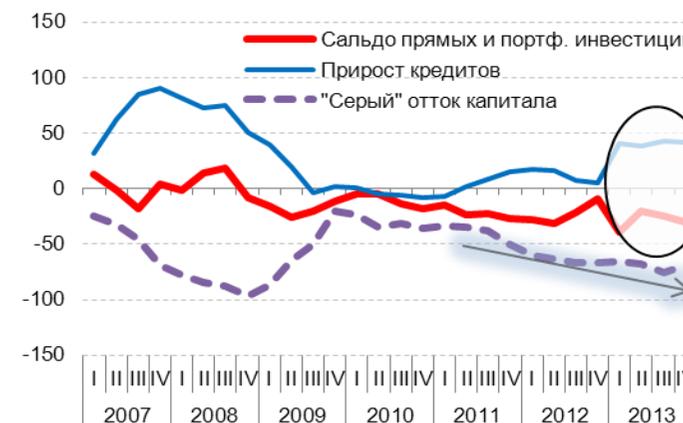
Шансы на значительное сокращение чистого оттока капитала предприятиями за счет девальвации – невелики. Все финансовые операции реального сектора можно представить в виде трех составляющих (рис. 1.4) – сальдо прямых и портфельных иностранных инвестиций (в страну и за рубеж), прирост кредитов (рост внешнего долга) и «серый» отток капитала (сомнительные сделки, чистые ошибки и пропуски, а также прочие операции с зарубежными активами в платежном балансе). Первая компонента – долгосрочная, устойчиво отрицательна: отток инвестиций в зарубежные активы (главным образом, в виде участия в капитале) превышает приток иностранных инвестиций в страну (в основном, в форме кредитов). Внешний долг предприятий сокращался лишь в условиях кризиса, а в остальные годы наблюдался рост. Однако рассчитывать на значимый прирост внешней задолженности в текущем году не приходится – напряженность на развивающихся рынках и явное снижение интереса инвесторов к российским рискам. Если не рассматривать разовую сделку Роснефти в первом квартале прошлого года (на рис. 1.4 выделено эллипсом), то рассмотренные выше две компоненты финансовых операций реального сектора в последнее время практически уравнивали друг друга. Остается третья компонента – «серый» отток капитала, который в последние четыре года растет и в прошлом году составил 70 млрд. долл. На разворот этого тренда, конечно, можно надеяться, но под такой надеждой должны быть хоть какие-то основания. Мы их, честно говоря, не видим.

Рис. 1.3. Чистый отток капитала частного сектора (в годовом выражении – сумма за 4 квартала), млрд. долл.



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 1.4. Финансовые операции реального сектора (в годовом выражении – сумма за 4 квартала), млрд. долл.



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Чистая международная инвестиционная позиция (МИП) банковской системы в прошлом году была в районе исторических минимумов (-13 млрд. долл. по сравнению с -130 млрд. долл. накануне кризиса 2008 г., рис. 1.5), а в январе банки выступили активными покупателями валюты, что могло свести МИП до нуля.

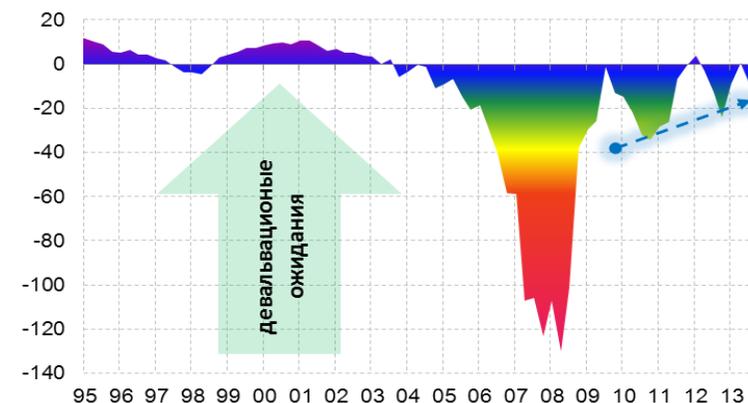
Со второй половины прошлого года население стало снова скупать наличную валюту, однако масштабы этих операций пока невелики (всего 3 млрд. долл.). При этом на руках у населения, по нашим оценкам, находится не более 10 млрд. долл. (рис. 1.6), что превышает предкризисный уровень 2008 г., но далеко от рекордных показателей 2009 г. Основной причиной спроса на наличную валюту стал рост недоверия к банковской системе в связи с отзывом лицензий у пары резонансных коммерческих банков. С одной стороны, мы пока не считаем, что Центробанк начал реальную зачистку банковской системы, что должно сдерживать панику населения. С другой стороны, быстрая девальвация рубля могла подогреть спрос населения на валюту. В настоящее время мы прогнозируем покупки валюты населением в текущем году на уровне 5–10 млрд. долл.

Таким образом, с учетом январских событий мы повышаем нашу оценку оттока капитала частного сектора в 2014 г. с 70 до 85 млрд. долл. В совокупности со снижением профицита по текущему счету до 5 млрд. долл. это означает, что давление на рубль не только сохранится до конца года, но даже возрастет по сравнению с прошлым годом.

Конечно, Банк России может за счет своих ресурсов «закрыть» формирующийся дефицит валюты, но, скорее всего, одновременно он будет девальвировать рубль. По опыту прошлого года (см. предыдущий выпуск «Нового КГБ»), при сокращении резервов на 10 млрд. долл. бивалютная корзина может подорожать на 1 рубль. Это означает, что при ожидаемом нами минимальном дефиците валюты на внутреннем рынке в размере 80 млрд. долл., рубль должен подешеветь в текущем году на 20%, или на 8 рублей по отношению к стоимости БВК на начало года³

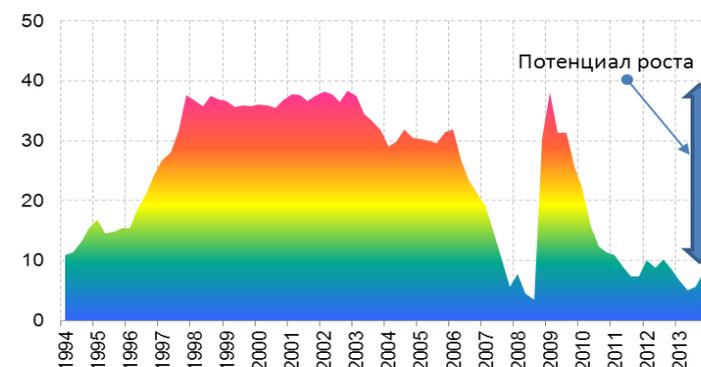
³ При ожидаемом нами снижении курса европейской валюты до уровня 1,3 долл. за евро на конец текущего года, курс доллара к рублю может вырасти на 25%, а курс евро к рублю – на 18%. В этом случае

Рис. 1.5. Чистая инвестиционная позиция банковской системы, млрд. долл.



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 1.6. Объем наличной валюты у населения, млрд. долл.



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

(среднегодовые показатели стоимости рубля представлены в табл. 1.1). С одной стороны, вроде бы много. С другой, только за январь «корзина» подорожала почти на 3 рубля. И, самое главное, решение о том, на сколько и когда девальвировать рубль, находится в руках Банка России. А значит, оно непредсказуемо.

При каких условиях может восстановиться равновесие на валютном рынке? В краткосрочной перспективе – только за счет валютных интервенций; в среднесрочной – за счет девальвации рубля с последующим сокращением импорта товаров и услуг, а также, возможно, за счет сокращения выплаты дивидендов нерезидентам. В долгосрочной перспективе для устойчивой стабилизации платежного баланса необходимо радикальное сокращение «серого» оттока капитала и формирование устойчивого притока прямых инвестиций в страну.

Но с этим у нас большая проблема.

Сергей Пухов

Деньги, инфляция

2. Инфляция как функция от курса

Ослабление рубля чревато ускорением инфляции. Если в 2014 году среднегодовой курс рубля опустится на 16%, то это может прибавить к годовой инфляции до 1,5–2,0 п.п.

Российская экономика по-прежнему сильно зависит от импорта – поставок потребительских товаров, оборудования, сырья. Согласно данным Росстата, доля импортной продукции в розничном товарообороте выросла за 2000–2007 гг. с 40

среднегодовые курс ВБК в 2014 г. составит 42 рубля (при курсе на начало года 38 рублей), курс доллара – 37 руб., евро – 49 руб.

Таблица 1.1. Оценка среднегодового валютного курса

	В среднем за год			Прирост, %		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Бивалютная корзина	35	37	42	1	5	16
Курс доллара к рублю	31	32	37	6	2	16
Курс евро к рублю	40	42	49	-2	6	16
Курс евро к доллару	1.29	1.33	1.33	-8	3	0

Источник: расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

до 47%, а в посткризисные 2010–2011-е гг. стабилизировалась на уровне 43–44%. При этом данный показатель не включает продукцию отечественного производства, созданную из импортных комплектующих, сырья или с использованием импортного оборудования.

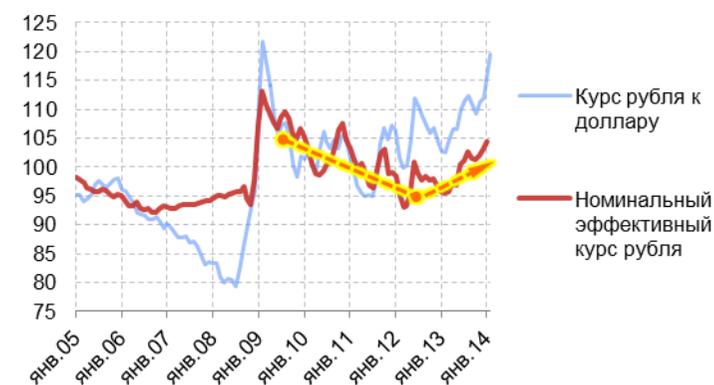
Одним из следствий столь сильной зависимости от импорта является влияние изменения курса рубля на динамику цен потребительских товаров и услуг⁴. При этом значение имеет не столько изменение курса рубля к доллару или евро, сколько курса рубля к корзине валют стран-экспортёров в Россию (номинальный эффективный курс, либо курс, взвешенный по импорту). Важность данного обстоятельства вытекает из зачастую сильных различий в динамике этих курсов. В частности, во время острой фазы мирового финансового кризиса рубль девальвировал относительно доллара на 40–50%, а номинальный эффективный курс рубля просел гораздо меньше – примерно на 22% (рис. 2.1). Более того, зачастую колебания курса доллара не находят отражения в ценниках (импортные цены лишь исчисляются в долларах, а устанавливаются в валютах стран-экспортёров), что создаёт иллюзию слабой взаимосвязи курса рубля и инфляции.

На деле влияние курса на динамику цен есть, хотя оценить это статистическими методами удастся лишь приблизительно, прежде всего, ввиду нестабильности проявления эффекта. Согласно нашим оценкам, эластичность индекса потребительских цен по курсу рубля находится в примерном диапазоне от 0,09 до 0,12, т.е. ослабление курса рубля по отношению к корзине валют стран-экспортёров на 10% прибавляет к инфляции 0,9–1,2 п.п. При этом эффект проявляется не сразу, а постепенно, основная часть – в течение срока до 6 месяцев.

За январь и первую неделю февраля рубль обесценился относительно доллара и евро на 7 и 6% соответственно. Если, согласно рассматриваемому нами сценарию,

⁴ Во-первых, некоторые услуги напрямую связаны с иностранным сектором (например, услуги зарубежного туризма). Во-вторых, в стоимость услуг входят издержки на закупку импортных товаров и оборудования. В-третьих, сильное изменение курса национальной валюты приводит к изменению инфляционных ожиданий экономических агентов.

Рис. 2.1. Динамика номинального курса рубля (100=2011 г., рост индекса – ослабление рубля)



Источник: Банк России.

который предусматривает дальнейшее ухудшение состояния платёжного баланса, среднегодовой курс рубля в 2014 г. достигает уровня 37 рублей за доллар (при курсе Банка России на 11 февраля 34,76 рублей за доллар), то это можно представить в виде ослабления среднеквартального курса рубля относительно доллара (и евро) темпом 5% в квартал⁵. В отношении динамики валют развивающихся стран, на которые приходится 40–45% совокупного импорта товаров, сделаем предположение о вдвое более медленной девальвации рубля: валюты значительной части развивающихся стран, начиная с 2013 г., ослабляются относительно резервных валют. В этом случае получаем ослабление взвешенного по импорту курса рубля темпом 3,9% в квартал. Используя вышеприведённые эластичности, получаем полный инфляционный эффект в размере 1,5–1,9 п.п. (по 0,4–0,5 п.п. от ослабления рубля за каждый квартал). Относительно небольшая часть этого эффекта (0,3–0,4 п.п.) должна прийти только на 2015 г.: прибавка к инфляции непосредственно в 2014 г. должна составить 1,2–1,5 п.п. Если же ещё сильнее драматизировать ситуацию и предположить, что валюты развивающихся стран не будут обесцениваться относительно доллара, то совокупный инфляционный эффект составит уже 2,0–2,5 п.п., а прибавка к инфляции за 2014 г. – 1,6–2,0%.

Очевидно, наши выводы не могут обрадовать Банк России, который установил точечный ориентир по инфляции на 2014 г. на уровне 5,0% с допустимым отклонением в 1,5 п.п. Получается, что весь ресурс гибкости будет исчерпан действием всего лишь одного фактора – девальвации рубля. А ведь к этому вполне может добавиться и неурожай (в России или в мире). И тогда удержаться в объявленных ранее рамках Банку России будет очень сложно. Правда, в то, что он в такой ситуации пойдет на повышение процентных ставок, мы не верим.

Николай Кондрашов

⁵ Темп подобран исходя из необходимого среднегодового курса рубля.

Бюджет**3. Влияние девальвации рубля на доходы федерального бюджета**

Влияние ослабления рубля на доходы федерального бюджета безусловно позитивное. Более высокий, чем было заложено в бюджетных проектировках, номинальный курс доллара к рублю увеличивает нефтегазовые доходы, а также некоторые ненефтегазовые доходы, прежде всего, это относится к импортным пошлинам и НДС на импорт.

Ситуация в российской экономике неустойчива, что побуждает Министерство экономики часто пересматривать свой макроэкономический прогноз. Последний пересмотр, только на 2014 год, был сделан в декабре 2013 года. В последней версии прогноза, по сравнению с вариантом, на основе которого были рассчитаны бюджетные показатели, заметно увеличены импорт⁶ и среднегодовой номинальный обменный курс доллара к рублю (с 33,4 до 33,9 руб./долл.) – очевидно, и то, и другое ведет к росту доходов бюджета. Кроме того, в исходные условия для формирования прогноза был внесен ряд изменений, также увеличивающих доходы бюджета. В частности, был увеличен объем экспорта природного газа при снижении среднеконтрактных экспортных цен (учтены новые договоренности с Украиной), заметно увеличен прогноз экспорта нефтепродуктов. (Влияние сокращения темпов роста экономики и номинального показателя ВВП на доходы федерального бюджета в последнем прогнозе Министерства экономики в данном материале не рассматривается.)

Ослабление платежного баланса и январские события на валютном рынке заставляют нас внести свои коррективы в прогноз: мы считаем, что среднегодовой курс доллара к рублю будет примерно на 10% выше, чем прогнозирует МЭР;

⁶ В сентябрьском прогнозе Министерства экономики объем импорта был серьезно занижен.

Таблица 3.1. Прогноз макропоказателей и показателей нефтегазового сектора экономики на 2014 год

	Закон о бюджете	Уточненный прогноз	Оценка ЦР
Импорт, млрд. долл.	331	349	341
Курс доллара, руб./долл.	33	34	37
Цены на нефть, долл./барр.	101	101	101
Цены на газ, долл./тыс. куб. м	337	323	323
Экспорт нефти, млн. т	236	234	234
Экспорт газа, млрд. куб. м	188	199	199
Экспорт нефтепродуктов, млн. т	140	144	144
Добыча нефти, млн. т	520	522	522
Добыча газа, млрд. куб. м	674	674	674

Источник: Министерство финансов, Минэкономразвития, Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Таблица 3.2. Поступления нефтегазовых и ненефтегазовых доходов в федеральный бюджет в 2014 г., млрд. руб.

	Закон о бюджете	Уточненный прогноз	Оценка ЦР
Экспортная пошлина на нефть	2298	2313	2513
Экспортная пошлина на газ	454	468	508
Экспортная пошлина на нефтепродукты	1115	1169	1270
НДПИ на нефть	2267	2310	2509
НДПИ на газ	380	380	380
НДПИ на конденсат	14	14	14
нефтегазовые доходы	6528	6653	7193
импортная пошлина	679	726	771
НДС на импорт	1814	1939	2058

Источник: Министерство финансов, Минэкономразвития, Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

помимо этого, ослабевший рубль приведет к сокращению импорта на 2,5% , по сравнению с последним прогнозом Минэкономразвития.

В таблице 3.2 отражены поступления по основным видам нефтегазовых доходов, а также по импортным пошлинам и НДС на импорт, соответствующие закону о федеральном бюджете на 2014–2016 годы, новому прогнозу МЭР, а также наша оценка поступлений данных доходов с учетом прогнозируемого изменения курса доллара к рублю. В таблице 5.3 приведены те же изменения в поступлениях налогов в процентах к ВВП.

Из таблиц 3.2 и 3.3 видно, что изменение макроэкономического прогноза должно привести к получению 125 млрд. руб. сверхплановых нефтегазовых доходов (0,17% ВВП). В наибольшей степени возрастут НДС на нефть и экспортные пошлины на нефтепродукты. Ненефтегазовые доходы (импортная пошлина и НДС на импорт) под влиянием увеличения объема импорта и курса возрастают даже в большей степени на 172,5 млрд. руб. (0,23% ВВП).

Увеличение среднегодового курса доллара к рублю до 37 руб./долл. дает бюджету гораздо больше, чем изменения в прогнозе МЭР: нефтегазовые доходы вырастают на 540 млрд. руб., или 0,74% ВВП, ненефтегазовые доходы – на 163,2 млрд. руб., или 0,22% ВВП (что меньше изменений, вызванных обновлением прогноза МЭР в силу более низкой оценки импорта).

Интегральный положительный результат для бюджетных доходов от изменений в макропрогнозе и ослабления рубля составляет, по нашей оценке, один триллион рублей (1,37% ВВП, или 7,4% от плановых доходов бюджета). Важно напомнить, что в соответствии с действующим Бюджетным правилом дополнительные ненефтегазовые доходы могут быть использованы для финансирования дополнительных расходов федерального бюджета. Речь может идти о дополнительных расходах на сумму 336 млрд. руб. В общем, прекрасное начало года.

Андрей Чернявский

Таблица 3.3. Изменения нефтегазовых и ненефтегазовых доходов, в % к ВВП

	Оценка доп. доходов из-за изменения макропрогноза	Доп. доходы из-за изменения курса	Суммарные изменения
Экспортная пошлина на нефть	0,02	0,27	0,29
Экспортная пошлина на газ	0,02	0,06	0,07
Экспортная пошлина на нефтепродукты	0,07	0,14	0,21
НДС на нефть	0,06	0,27	0,33
НДС на газ	0,00	0,00	0,00
НДС на конденсат	0,00	0,00	0,00
Нефтегазовые доходы	0,17	0,74	0,91
Импортная пошлина	0,06	0,06	0,13
НДС на импорт	0,17	0,16	0,34

Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Население

4. Девальютизация откладывается

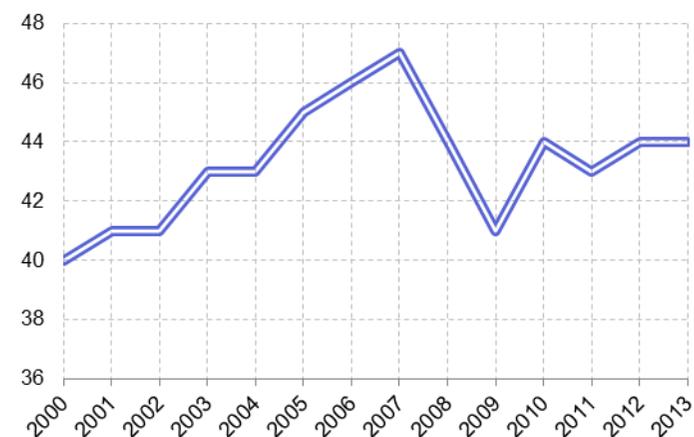
Ослабление рубля не изменит долю импортных товаров в структуре потребления, но ударит по расходам туристов. Доля иностранной валюты в структуре сбережений вырастет на 3–4 п.п.

Население более болезненно воспринимает курсовые колебания, чем другие экономические агенты. В отличие от предприятий реального сектора, которые готовы лоббировать ослабление рубля, и банков, которые обо всем догадываются заранее и успевают вовремя переложиться в валюту, большинство обычных людей обращают внимание на движение курса рубля, когда реагировать уже поздно.

Непосредственное влияние курсовая динамика оказывает на покупательную способность населения. По нашим оценкам, под влиянием обесценения курса рубля на 16% в среднегодовом выражении индекс потребительских цен увеличится в 2014 г. на 1,5–2,0 п.п. (см. раздел «Инфляция»). Такое ускорение роста цен приведет к снижению темпов роста реальных доходов населения в текущем году с 3,1% (прогноз МЭР) до 2–2,5% в зависимости от того, насколько ускорение инфляции подстегнет рост номинальных доходов населения через механизмы индексации.

Что касается влияния курсовой динамики на структуру потребления, то мы не ожидаем, что доля импорта в обороте розничной торговли, которая в 2013 г. составляла 44%, существенно изменится. В отличие от ситуации конца 2000-х гг., когда быстрый рост доли импорта в период укрепления рубля сменился ее падением в период кризиса (см. рис. 4.1), сейчас отсутствуют те большие колебания в динамике потребительского спроса, которые были ключевым фактором изменения динамики импорта. При прогнозируемом росте номинальных доходов населения и оборота розничной торговли в 2014 году на 9–11%, удорожание импортных товаров на 16% будет сопровождаться снижением

Рис. 4.1. Доля импортных товаров в обороте розничной торговли, %



Источник: Росстат.

физических объемов потребительского импорта всего на 2–3%. Учитывая то, что рынок розничных товаров в России является довольно конкурентным, оставшиеся 3–4% могут быть компенсированы за счет снижения маржи импортеров и продавцов.

В наибольшей степени от ослабления рубля пострадают российские туристы, объем расходов которых за рубежом резко вырос за последние три года и сейчас составляет около 4% от совокупных доходов населения.

В ситуации, когда волатильность курса рубля повысилась, задача хеджирования валютных рисков становится для населения более насущной. В этой связи доля сбережений в валютных депозитах и наличной валюте, которая в 2011–2013 гг. стабилизировалась на уровне 14%, в 2014 г. может увеличиться до 17–18%⁷.

Наталья Акиндинова

Реальный сектор

5. Рубль и реальный сектор экономики: плюсы и минусы ослабления национальной валюты

Серьезное ослабление рубля окажет противоречивое воздействие на реальный сектор российской экономики. Стимулирующее воздействие на динамику производства – проблематично, а успех возможных попыток правительства предотвратить всплеск «импортной инфляции» – не гарантирован.

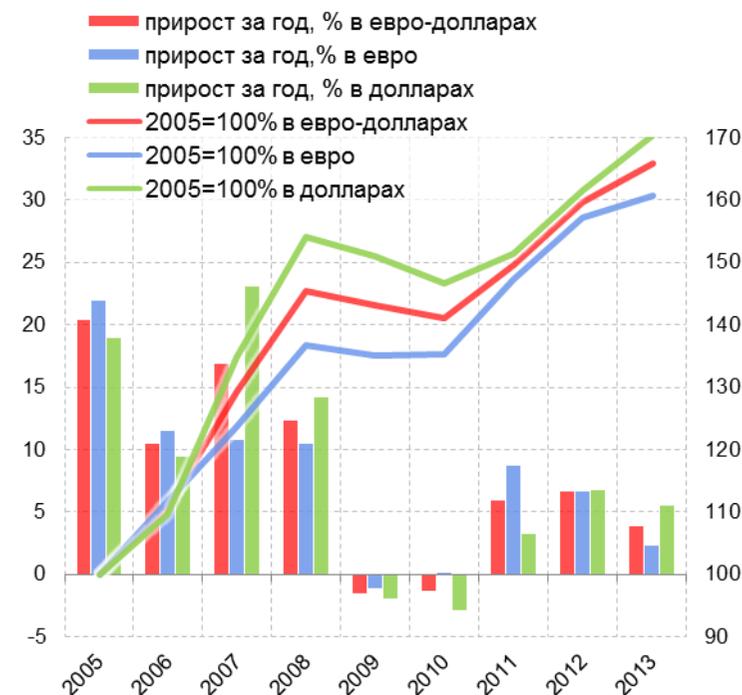
В оценке последствий ослабления рубля для секторов российской экономики мы будем исходить из значений в 10 и 16%, что соответствует двум сценариям развития событий на валютном рынке – сценарию умеренной и более сильной девальвации.

⁷ В период кризиса 2008–2009 гг. эта доля достигала 25–30%.

Еще в конце 2013 г. на представительной конференции экспертов МВФ и академических экономистов «Crises: Yesterday and Today»⁸ главный экономист МВФ О. Бланшар, подводя итоги дискуссий, специально остановился на плюсах и минусах девальваций валют для развивающихся стран, отметив, что это – наилучший способ борьбы с волатильностью потоков капитала, которая (волатильность) может усилиться в связи с планами США по свертыванию поддержки экономики за счет мер количественного смягчения. Теоретически, если инвесторы при росте процентных ставок в США забирают деньги из развивающейся страны, то это приводит к ослаблению обменного курса ее валюты, но одновременно, как правило, к росту экспорта и производства в целом. Если при этом удастся преодолеть такие негативные последствия ослабления валюты как утяжеление выплат по внешним долгам, возможный рост инфляции и общей неопределенности, связанной с неожиданным и значительным изменением условий экономической деятельности, то, в принципе, рост производства должен сглаживать падение доходов населения и предприятий и оживить экономику. Будет ли такая логика работать в России? Поможет ли девальвация оживить стагнирующее производство?

Отвечая на эти вопросы, важно иметь в виду как направленность, так и меру влияния ослабления рубля на конкурентоспособность российских производителей. Направленность влияния девальвации на производство определяется соотношением эффекта от снижения стоимости внутренних издержек в валютном выражении и их роста на импортные комплектующие – об этом подробнее поговорим ниже. Кроме того, девальвация в принципе может затормозить рост удельных трудовых издержек в обрабатывающей промышленности, которые после снижения в 2009–2010 гг. в последние три года

Рис. 5.1. Динамика ULC в валютном выражении в российской обрабатывающей промышленности в 2005–2013 гг. (прирост – левая ось)



Источник: Росстат, Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

⁸ <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2013/arc/index.htm>

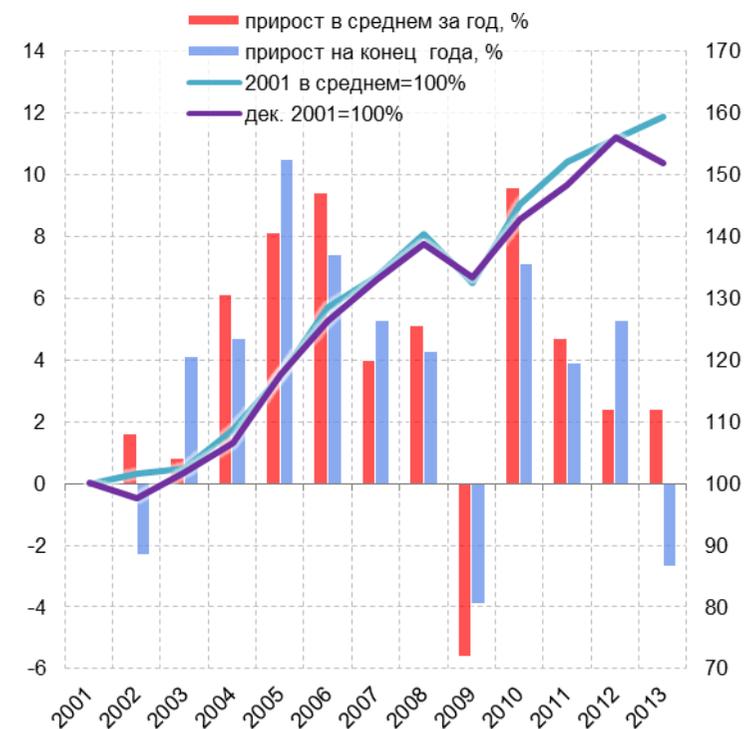
снова росли (в 2013 г. – на 4% в валютном выражении⁹, см. рис. 5.1) , хотя и замедляющимися темпами.

Что касается меры влияния, то, с одной стороны, хотя за январь реальный эффективный курс рубля снизился сразу на 1% к декабрю и на 5,5% к январю 2013 г., это произошло после его многолетнего укрепления. По сравнению с 2001 г. российский рубль укрепился почти на 160% в 2013 г. (в среднегодовом выражении, см. рис. 5.2). В период 2010–2013 гг. Россия относилась к числу стран, где реальный эффективный курс заметно укреплялся – на 4,8% за период, большее укрепление в этот период было лишь у 12 стран из 66 стран в базе данных Банка международных расчетов (см. рис. 5.3). При этом укрепление реального курса рубля происходило на фоне его номинального ослабления на 8,8% в номинальном эффективном выражении (относительно биржевых курсов торговых партнеров, см. рис. 5.3), что явилось следствием высокой инфляции в России.

Количественная оценка влияния ослабления рубля на динамику выпуска определяется, с одной стороны, ростом ценовой конкурентоспособности российских товаров, прежде всего на экспортном рынке, связанном с ростом рентабельности экспорта в секторах обрабатывающей промышленности (в случае преобладания эффекта снижения внутренних издержек в валютном выражении над эффектом их роста по импортному сырью и комплектующим), и с другой, возможностью фактического увеличения выпуска, определяемой наличием резервов конкурентоспособных производственных мощностей и рабочей силы. Говорить о положительном влиянии девальвации на импортозамещение проблематично в силу того, что относительное удорожание импорта может сопровождаться усилением инфляции и снижением покупательной способности населения и предприятий, что в той или иной степени нивелирует положительный эффект от роста ценовой конкурентоспособности российских товаров на внутреннем рынке.

⁹ Оценка дана при расчете роста заработной платы в обрабатывающей промышленности в валютном выражении в корзине евро-доллар, 50/50.

Рис. 5.2. Динамика реального эффективного курса рубля по данным Банка России в 2001–2013гг. (прирост – левая шкала)



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

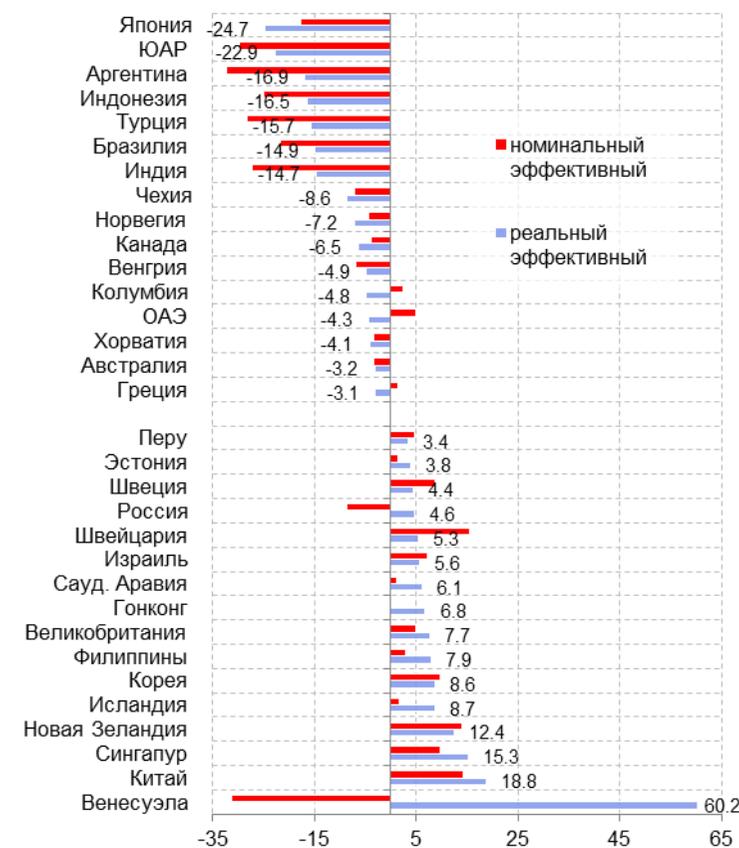
Наши расчеты баланса влияния ослабления рубля на цены российских товаров на основе данных за январь-сентябрь 2013 г. показывают, что влияние девальвации на рентабельность весьма велико: при 10%-ном ослаблении рубля рентабельность экспорта в среднем по обрабатывающей промышленности возрастает почти в 2 раза (с 8,8 до 16,4%), а при 16%-ном ослаблении – почти в 2,5 раза, до 21%. При этом ряд секторов (производство паровых котлов, приборов, медицинского и фотооборудования, спортивных товаров, обуви и др.) с совокупной долей в валовом выпуске экономики более 5,5%, из убыточных становятся при гипотетическом экспорте прибыльными. Однако в ряде крупных секторов – в автопроме, в производстве машин и оборудования для сельского и лесного хозяйства – влияние девальвации на рентабельность экспорта будет близко к нейтральному, а для некоторых секторов (например, для производителей бытовых приборов, табачных изделий, химических средств защиты растений, мотоциклов и велосипедов и некоторых других) ее влияние на рентабельность негативно в силу преобладания эффекта удорожания импортного сырья и комплектующих над снижением издержек в валютном выражении (см. Приложение 1).

Достоверно оценить наличие у российской экономики возможностей наращивания несырьевого экспорта с точки зрения наличия конкурентоспособных мощностей сегодня не представляется возможным. Но, с одной стороны, имеющиеся оценки загрузки действующих производственных мощностей (79%)¹⁰ и рабочей силы близки к историческим максимумам; с другой, стагнация инвестиций явно не служит хорошей основой для наращивания объемов производства.

Одним словом, девальвация рубля создает экономические (прежде всего финансовые) стимулы для наращивания экспорта и, возможно, некоторого импортозамещения, но вот имеется ли у российской экономики необходимый для этого потенциал?

¹⁰ По данным Российского экономического барометра (РЭБ) за ноябрь 2013 г. Данные имеются за период с 1991 г.

Рис. 5.3. Рейтинг стран по динамике эффективного (номинального и реального) курса национальных валют по данным Bank for International Settlements (BIS) в январе 2010 – декабре 2013гг. (прирост, %)



Источник: BIS, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рассчитывать под влиянием произошедшего ослабления рубля на значительное ускорение роста ВВП¹¹ сейчас не приходится, даже несмотря на некоторые признаки появления тренда к улучшению промышленной конъюнктуры, которые, если ориентироваться на опросы Росстата (включая январские оценки), появились еще до девальвации. Опросы говорят о формировании в российской промышленности слабой тенденции к снижению инфляционных ожиданий, росту недостатка запасов (что может стимулировать выпуск вне зависимости от динамики спроса) и некоторому росту спроса и выпуска (см. рис. 5.4.). Однако данные опросов других организаций зачастую прямо противоположны, что заставляет относиться к оценке перспектив быстрого оживления экономики с крайней осторожностью. При этом более слабый рубль, не простимулировав (в силу недостатка свободных мощностей и рабочей силы) выпуск, одновременно может подорвать формирующийся тренд к снижению инфляционных ожиданий.

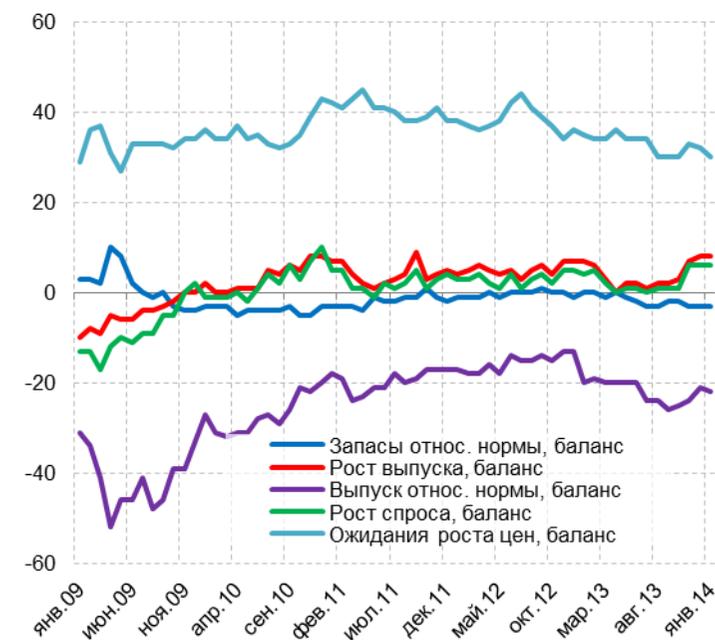
Последнее, во-первых, говорит о том, что сейчас важно, чтобы Банк России проявил твердость в отстаивании своей нацеленности на снижение инфляции и убедил импортеров, что в случае роста цен он сделает для их снижения все возможное. Такая решимость регулятора, как показывает мировой опыт, может удержать импортеров и производителей импортных товаров от искушения полностью включить девальвацию в цену¹².

Кроме того, стабилизация инфляции – это, конечно же, важная цель экономической политики, и именно в этом (то есть в стабилизации), главным образом, и состоит задача таргетирования инфляции. Но при этом снижение инфляции до таргетируемого уровня – это, как говорит опыт многих уже таргетирующих инфляцию стран, процесс, предшествующий собственно таргетированию, и в большей части стран он не был связан с отпуском валютного

¹¹ Как это было, например, в 1997–2000 гг., когда на фоне резкой девальвации темпы роста ВВП выросли с 1,4% в 1997 г. до 10% в 2000 г.

¹² Как об этом же говорил О. Бланшар на вышеупомянутой конференции, необходим рост доверия к кредитно-денежной политике и таргетированию инфляции, за счет чего ожидания уровня инфляции становятся более точными, что снижает эффект влияния изменения обменного курса на инфляцию.

Рис. 5.4. Динамика показателей конъюнктурных опросов Росстата, использованы материалы ИСИЭЗ НИУ ВШЭ*



*Баланс оценок=разница долей опрошенных в %:

1. подтверждающих рост или снижение показателя в данном месяце;
2. ожидающих роста или снижения показателя в течение ближайших трех месяцев;
3. утверждающих, что показатель находится выше или ниже нормы.

Источник: Росстат, ИСИЭЗ НИУ ВШЭ.

курса в свободное плавание¹³. В связи с этим при обсуждении проблем валютного рынка в контексте развивающихся стран на вышеупомянутой недавней конференции много внимания было уделено проблемам совместного использования политики процентных ставок, валютных интервенций, мер макропруденциального надзора и контроля за потоками капитала. При этом отмечалось, что вопрос выбора правильного сочетания этих четырех основных инструментов экономической политики при управляемом плавании курса национальных валют остается актуальным и зависит от особенностей той или иной экономики. В общем, учитывая и вектор международных дискуссий, и ситуацию в ресурсоориентированной экономике России, нестабильность на валютном рынке начала 2014 г. дала новые поводы для размышлений.

Валерий Миронов, Вадим Канофьев

Реальный сектор

6. Рентабельность обрабатывающей промышленности-2014: точки уязвимости

При прогнозируемом падении курса рубля в 2014 году ряд отраслей машиностроения и текстильное производство могут оказаться на грани убыточности, а рентабельность обрабатывающего сектора в целом может снизиться на 15%.

Курс рубля оказывает прямое влияние на рентабельность продукции, определяя рублевую стоимость импортного сырья, материалов, покупных комплектующих и полуфабрикатов (далее – импортных материалов). В отраслях, имеющих высокую технологическую зависимость от импорта, сильное ослабление рубля может привести к критическому снижению уровня рентабельности вплоть до убыточности.

¹³ См. об этом, например: Центр исследований деятельности центральных банков. Руководство № 29, Практика инфляционного таргетирования, с.7, 2012, Джилл Хэммонд (Банк Англии).

Наиболее уязвимы в этом смысле оказываются отрасли обрабатывающей промышленности, где в целом удельный вес расходов на импортные материалы в суммарных затратах на производство и реализацию продукции вырос с 5,2% в 2005 г. до 9,4% в 2011 г. (в 2012 г. наблюдалось небольшое снижение). О стремительном нарастании зависимости от импорта говорит хотя бы тот факт, что в 2005 г. из примерно 700 обрабатывающих отраслей только в четырех доля расходов на импортные материалы превышала 50% от объёма производственных затрат, а в 2011–2012 гг. таких отраслей насчитывалось уже 18–20.¹⁴ И в их числе: производство аппаратуры для приёма, записи и воспроизведения звука и изображения, мотоциклов и велосипедов, наконец, легковых автомобилей, а не табачные изделия, искусственный мех и какао, как было 6–7 лет назад.

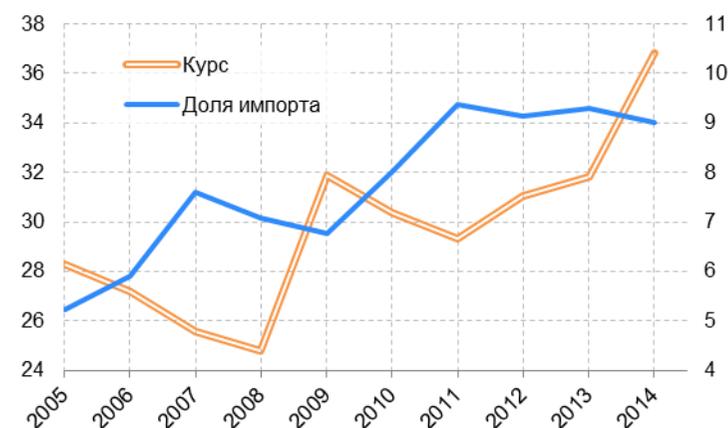
Но не только технологическая зависимость от импорта создаёт угрозу убыточности при падении курса рубля: этому способствует и низкая отраслевая рентабельность при средней и даже ниже средней зависимости выпуска от импортных материалов. А уровень рентабельности продукции в переработке снижался с 14–15% в 2005–2007 гг. до 9–10% в 2010–2012 гг., а в 2013 г. был ещё ниже.

В 2007–2008 гг. в «Центре развития» был проведен анализ чувствительности отраслей промышленности к изменению номинального валютного курса и разработана методология получения количественных оценок влияния курса на рентабельность промышленной продукции, в том числе были рассчитаны отраслевые валютные курсы, при которых достигается безубыточность производства, и отраслевые показатели эластичности рентабельности продукции по валютному курсу.¹⁵

¹⁴ Использовались данные формы 5-з Росстата «Сведения о затратах на производство и реализацию продукции (товаров, работ, услуг)» за 2005–2012 годы.

¹⁵ Подробнее о методологии и результатах расчётов см., например, Смирнов С.В., Балашова Е.Е., Посвянская Л.П. «Курсовая политика как фактор изменения структуры российской экономики», журнал «Вопросы экономики», №1, 2010.

Рис. 6.1. Номинальный курс рубля (руб. за долл. США) и доля расходов на импортные материалы в затратах на производство обрабатывающего сектора (%), 2013–2014 гг. – оценка ЦР НИУ ВШЭ



Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Для российской экономики в целом характерна невысокая доля расходов на импортные материалы в составе издержек производства: в 2011–2012 гг. она составляла 4,5%, ещё более низкие значения зафиксированы в добывающем и энергетическом секторах промышленности – 0,62 и 0,25% соответственно. Поэтому в анализе и расчётах мы ограничились рассмотрением только обрабатывающих производств.

В таблице 6.1 приведены результаты аналогичных расчётов по укрупнённым обрабатывающим отраслям (по двузначному коду ОКВЭД) на основе данных за 2012 год.¹⁶ В столбцах таблицы показаны:

1. доля расходов на импортные материалы в затратах на производство и реализацию продукции (в %),
2. фактическая рентабельность продукции¹⁷,
3. значение коэффициента, показывающего соотношение курса, обеспечивающего безубыточность (рассчитанного через фактическую рентабельность и долю расходов на импортные материалы), и фактического среднегодового курса,
4. величина курса, при котором достигается безубыточность производства (руб./долл.),
5. значение эластичности рентабельности по валютному курсу (в %).

Расчёт курса безубыточности проводился в предположении, что при падении курса рубля вся прибыль отрасли пойдёт на компенсацию удорожания импортных материалов при неизменности цен и объёмов выпуска, а также стоимости других затрат, не связанных с покупкой импортных материалов, и неизменной стоимости импортных материалов в долларах. Таким образом, влияние изменений в валютном курсе на рентабельность продукции осуществлялось исключительно

¹⁶ Данные формы 5-з за 2013 год будут опубликованы не ранее четвёртого квартала 2014 г.

¹⁷ Рассчитана как отношение сальдированной прибыли от продажи продукции к выпуску по основному виду деятельности в процентах.

через рост рублёвой стоимости импортных материалов при падении курса рубля. Влияние других факторов (импортозамещение, технологические сдвиги) в расчётах не учитывалось.

Таблица 6.1. Расчет влияния валютного курса на рентабельность продукции обрабатывающих производств (по данным формы 5-з за 2012 год)

	Доля импорта	Рентабельность	Коэффициент	Курс нулевой рентабельности	Эластичность
	1	2	3	4	5
Обрабатывающие производства	9,1	10,0	2,21	68,8	0,82
из них:					
Производство пищевых продуктов	10,8	9,4	1,95	60,6	1,05
Текстильное и швейное производство	12,7	6,6	1,55	48,2	1,81
в т.ч. текстильное производство	13,6	2,1	1,16	36,0	6,28
Производство кожи и обуви	10,2	10,8	2,19	68,0	0,84
Деревообработка	4,3	4,6	2,12	65,8	0,89
Целлюлозно-бумажная и полиграфическая	9,6	7,2	1,81	56,1	1,24
Производство кокса и нефтепродуктов	0,2	14,8	76,21	2365,9	0,01
Химическое производство	8,5	17,3	3,45	107,2	0,41
Производство резиновых и пластмассовых изделий	17,9	6,4	1,38	42,8	2,64
Производство стройматериалов	6,0	8,1	2,47	76,8	0,68
Металлургическое производство	5,1	10,2	3,21	99,6	0,45
Производство машин и оборудования	15,3	4,6	1,32	40,9	3,14
Производство электрического и электронного оборудования	14,7	7,7	1,57	48,7	1,76
в т.ч. производство электронных компонентов, теле- и радиоаппаратуры	33,9	7,4	1,24	38,4	4,21
Производство транспортных средств и оборудования	28,3	4,0	1,15	35,7	6,71
в т.ч. производство автомобилей	44,4	5,6	1,13	35,2	7,53
из него производство легковых автомобилей	59,1	6,5	1,12	34,7	8,54
в т.ч. производство судов, летательных аппаратов и прочих транспортных средств	4,7	1,7	1,37	42,6	2,68

Источник: Росстат, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Курс безубыточности, рассчитанный для обрабатывающей промышленности в целом, составил в 2012 г. без малого 70 руб./долл., а эластичность рентабельности продукции по курсу – 0,8. Это означает, что при падении курса рубля с 31 руб. за долл. США в 2012 г. до 37 руб. за долл. США в 2014 г. уровень рентабельности в секторе понизится примерно на 15%, только за счёт удорожания импортных материалов в затратах (при прочих неизменных условиях). На первый взгляд запас прочности у промышленности имеется, однако, если посмотреть повнимательнее...

Для рентабельных отраслей значение коэффициента, показывающего соотношение расчетного и фактического курсов всегда больше 1, для убыточных, соответственно, меньше 1. Так, значение коэффициента 1,1 означает, что безубыточность достигается при 10%-ном снижении курса, при большем снижении курса отрасль окажется убыточной. Так в 2014 г. в зону риска убыточности попадают отрасли, для которых значение коэффициента меньше 1,2. А это – производство транспортных средств и оборудования, в том числе производство автомобилей и текстильное производство. Из неприведённых в таблице отраслей (по 3–5-значному коду ОКВЭД) порядка 40 производств, в числе которых: производство мотоциклов и мопедов; телевизионных приёмников, аппаратуры для приёма, записи и воспроизведения звука и изображения; машин и оборудования для сельского хозяйства; пищевых ферментов; олова.

Но не могут себя чувствовать вполне уверенно и отрасли с коэффициентом до 1,4 и курсом безубыточности до 43 руб./долл. Если этот курс и выглядит чрезмерным, то, во всяком случае, не одиозным. И тогда «под удар» попадают: производство машин и оборудования; резиновых и пластмассовых изделий; производство электронных компонентов, теле- и радиоаппаратуры; производство судов, летательных аппаратов и прочих транспортных средств. (Для последней отрасли характерна невысокая доля затрат на импортные материалы, но чрезвычайно низкая рентабельность, а это означает, что даже незначительное ослабление рубля может привести отрасль к убыткам.)

Высоко защищёнными от риска убыточности являются металлургия, химия, производство строительных материалов и нефтепереработка.

Таким образом, мы лишний раз находим подтверждение тому, что девальвация рубля неизбежно влечёт за собой вымывание производств с наиболее высокой глубиной переработки, делая структуру российской промышленности всё более примитивной.

Елена Балашова

Банковская система

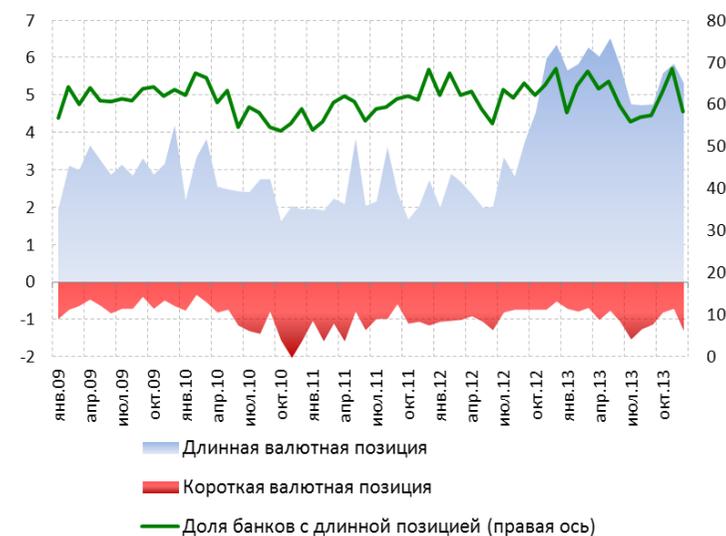
7. При полном непротивлении сторон

Говоря о девальвации рубля и банковской системе, неизбежно приходится отвечать на вопрос «кому это выгодно?». Попробуем посмотреть на эту проблему сквозь призму банковских балансов.

Начнём, естественно, с отчетности самих банков. Если опираться на данные, публикуемые Банком России относительно открытой валютной позиции (ОВП) коммерческих банков, то можно констатировать, что российская банковская система, в целом, оказывается в выигрышном положении от ослабления национальной валюты.

На рис. 7.1 показана динамика как короткой, так и длинной открытой валютной позиции российских банков. По состоянию на 1 декабря 2013 г. (более поздние данные не доступны) 507 кредитных организаций активы в иностранных валютах превышали пассивы (включая внебалансовые счета) на общую сумму 5,3 млрд. долл. В то же время у 362 банков, напротив, активы в иностранных валютах оказались ниже, нежели пассивы в совокупности на 1,3 млрд. долл. Наша оценка международной инвестиционной позиции банков (см. комментарий по валютному курсу), тесно связанной с ОВП, показывает, что за декабрь

Рис. 7.1. Динамика открытой валютной позиции российских банков, млрд. долл.



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

существенных подвижек здесь не произошло. Таким образом, общий баланс по системе был защищен от возможной девальвации, то есть в краткосрочном плане российские банки в целом получают дополнительную прибыль в результате ослабления национальной валюты.

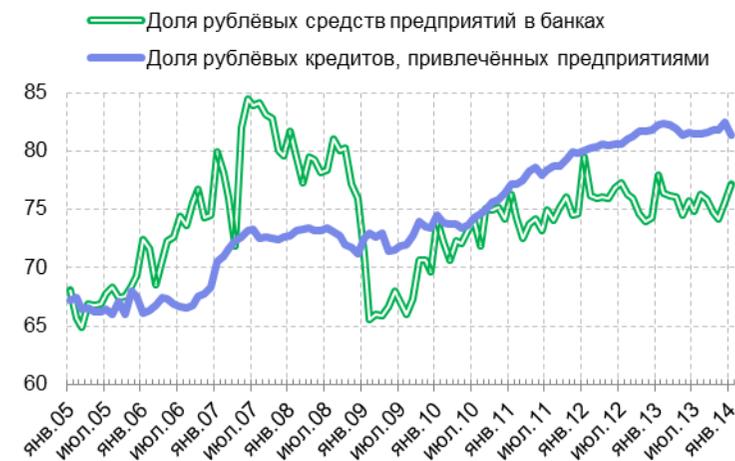
Что касается среднесрочного аспекта проблемы, то здесь выгода банковского сектора экономики уже не столь очевидна. Опираясь на понимание банковского сектора как финансового посредника, благосостояние которого в первую очередь зависит от благосостояния его клиентов, вопрос можно переформулировать по-другому: а не приведёт ли падение курса рубля к проблемам у предприятий, кредитующихся в банках? Примером таких проблем может быть кризис 2008 года, когда многие российские компании оказались неплатежеспособными в связи с реализовавшимся валютным риском. Источником такого риска служила политика по привлечению заимствований в иностранных валютах по более низким ставкам, при том выручка предприятий формировалась в рублях.

Рисунок 7.2 иллюстрирует этот тезис применительно ко всему нефинансовому сектору российской экономики в совокупности. Так, в период с 2006 по 2008 год доля рублёвых кредитов, привлечённых отечественными предприятиями в российских банках, существенно отставала от доли рублёвых остатков на счетах в этих же банках. То есть, действительно, компании предпочитали кредитоваться в иностранной валюте, а текущие операции проводили в рублях. Кризис 2008–2009 гг. научил не только банки. В настоящее время валютная позиция предприятий также выглядит несбалансированной, но уже в другую сторону: при девальвации рубля они оказываются в выигрыше.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что и с этой стороны в среднесрочной перспективе угрозы банковской системе нет (что, конечно, не исключает возникновения проблем у её отдельных представителей). Если же рассуждать «в долгую», то здесь развитие ситуации будет зависеть от того, насколько устойчивым будет процесс обесценения рубля и получит ли выгоду от этого экономика в целом.

Дмитрий Мирошниченко

Рис. 7.2. Динамика доли рублёвых кредитов и располагаемых средств предприятий, в %



Источник: банковская отчетность, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Экономическая политика

8. «Если на клетке слона прочтёшь надпись «буйвол», не верь глазам своим!» (Козьма Прутков)

С конца 2009 г. Банк России неустанно заявляет о подготовке предпосылок для перехода к режиму сводного плавания рубля. А мы с тем же постоянством утверждаем, что в современной России этот режим: а) невозможен, б) не нужен.¹⁸ Январские события на валютном рынке показали, что шансы на победу здравого смысла существуют!

Чтобы что-то обсуждать, надо сначала договориться о базовых понятиях. Для этого обратимся к дефинициям МВФ, которые являются общеупотребимыми при анализе различных типов валютной политики.

Согласно МВФ, под свободным плаванием (free floating) понимается такой режим, при котором курс национальной валюты формируется *почти исключительно* рынком, а денежные власти проводят интервенции лишь эпизодически (не больше чем три раза по три дня в течение шести месяцев). А под управляемым плаванием (managed floating или просто floating) понимается режим, при котором курс определяется *преимущественно* рынком, но денежные власти в случае необходимости (как они это понимают) воздействуют на формирование курса, активно (чаще, чем три раза по три дня в течение полугода) проводя валютные интервенции. При этом – в отличие от всех режимов фиксации курса – денежные власти не объявляют (а возможно, и не имеют) ни целевого значения курса, ни целевой траектории его изменения.

Теперь вопрос: то, что мы наблюдаем в последние полгода на российском валютном рынке, на что это похоже? Ответ очевиден: за последние полгода с 6 августа 2013 г. по 6 февраля 2014 г. на Московской бирже было 126 торговых дней,

¹⁸ См., напр.: Сергей Смирнов. Управляемое свободное плавание? – КГБ № 36 (10–16 октября 2009 г.); Сергей Смирнов. Чего не хватает, чтобы дать волю курсу? – НК № 13 (3–9 апреля 2010 г.).

из которых в течение только 10 дней, включая «западное» Рождество (25 декабря) и Новый год (31 декабря), Банк России *не продавал* валюту. Разве это хоть немного похоже на «три раза по три дня»?

Но – возразят нам – никто и не говорит, что у нас уже действует режим свободного курсообразования; Банк России лишь собирается его ввести с начала следующего года! Но тогда хотелось бы получить ответ на другой вопрос: а что, собственно, произошло на валютном рынке между 13 января, когда Банк России объявил об отказе от целевых интервенций (что подавалось как очередной выверенный шаг к свободному плаванию), и 28 января, когда министр экономики Алексей Улюкаев вдруг сделал неожиданное (особенно в его устах) заявление о возможности введения «некоторых ограничений на степень свободы курсообразования в зависимости от ряда обстоятельств, связанных с финансовой стабильностью»?¹⁹ А через несколько дней еще и Минфин сообщил о пересмотре своих планов по приобретению валюты из Резервного фонда...

На наш взгляд, ничего особенного за это время на валютном рынке не произошло. Разве что рубль стал падать несколько быстрее, чем это ожидалось, и в этой ситуации Банк России решил вмешаться. И правильно сделал! За валютными спекулянтами нужен глаз да глаз: они не преминут «уронить» рубль, особенно на фоне стабильно высокого оттока капитала и сокращающегося торгового сальдо...

А если серьезно, мы можем лишь еще раз перечислить причины, по которым для России режим свободного плавания национальной валюты является, на наш взгляд, менее предпочтительным, чем режим управляемого плавания.

¹⁹ См.: <http://ru.reuters.com/article/businessNews/idRUMSEA0R04B20140128>. Улюкаев также сказал: «В существующих условиях возможен другой подход к понятиям инфляционного таргетирования и свободного плавания курса рубля и к темпам их внедрения... Я бы сказал, что инфляционное таргетирование и свободное плавание в принципе допускает интервенции». Мы (и не только мы) писали и говорили это много раз, так что содержательно это вовсе не новость. Но важной новостью является то, что это признал такой известный адепт свободного курсообразования, как г-н Улюкаев!

Среди основных рисков, связанных с введением свободного курсообразования в нашей стране, назовем два. Не потому, что нет других, а потому, что и этих двух, на наш взгляд, довольно.

Во-первых, хотя всем это прекрасно известно, нельзя не сказать о сильнейшей зависимости платежного баланса РФ от нефтяных и прочих сырьевых цен. Январская дестабилизация валютного рынка произошла на фоне стабильных цен на нефть. Что же будет, если она вдруг (а это обычно и бывает «вдруг») немного подешевеет? Неужто Банк России останется в стороне?

Во-вторых, следует указать на типичную для России «параллельность» потоков по текущему и финансовому счетам платежного баланса (в том смысле, что при хорошей мировой конъюнктуре валютные поступления и по тому, и по другому счету обычно увеличиваются, при плохой – уменьшаются). При невмешательстве ЦБ в процесс курсообразования текущий и финансовый счета, конечно, все равно придут в равновесие, но этот процесс будет сопровождаться резким повышением волатильности валютного курса.

Между тем, все российские экономические агенты (особенно, конечно, население, а потому и власти предрасположенные) относятся к резким колебаниям курса с повышенной нервозностью. Поэтому Банк России тоже, скорее всего, вмешается в ситуацию (январский опыт только подтверждает это). И, если незадолго перед этим он громогласно анонсирует переход к свободному плаванию, такая «невыдержанность» явно будет не *комильфо*.²⁰ А для политики управляемого плавания – нормально!

Отметим также, что в ближайшие годы Банк России заведомо будет вынужден считаться с необходимостью:

- оградить национальную валюту от излишней волатильности, особенно на фоне быстро растущего внешнего долга частного сектора (в этих условиях

²⁰ При этом еще надо иметь в виду, что практика хеджирования валютных рисков, а также необходимая для этого институциональная среда и финансовые инструменты в России все еще не развиты.

девальвация рубля ведет не к смягчению денежной политики и стимулированию экономики, а к снижению чистой стоимости компаний, что грозит проблемами для всей экономики);

- сохранить «подушку безопасности», не растрачивая резервы ниже уровня, достаточного для отражения возможной спекулятивной или панической атаки на национальную валюту;
- поддержать конкурентоспособность отечественных производителей. Хотя в непосредственные задачи ЦБ это не входит, на него по-прежнему будет оказываться сильное давление, если не административное, то, во всяком случае, моральное. Поэтому важно иметь возможность использования интервенций в качестве дополнительного инструмента денежной политики – не вместо, а наряду с процентной ставкой (например, при смягчении денежной политики).

Все эти факторы будут неумолимо подталкивать Банк к России к отходу от политики свободного плавания, к фактическому проведению политики управляемого плавания. Если к этому добавить, что режим управляемого плавания, как показывают специальные исследования, вполне совместим со столь любимой нашими денежными властями политикой таргетирования инфляции²¹, невольно возникает крамольный вопрос: «Может, не стоит так уж стремиться к свободному плаванию? Может, стоит даже открыто провозгласить политику управляемого плавания?»

Хорошо известно, что эффективность воздействия центральных банков на экономическую ситуацию в значительной мере определяется тем доверием (или недоверием), которое к ним питают экономические агенты. Чтобы созидать, а не разрушать это доверие, следует слона называть слоном, буйвола – буйволом, а

²¹ Вообще-то, далеко не факт, что российскую инфляцию, одна из важнейших причин которой — отсутствие конкуренции (наиболее очевидное в торговле и строительстве), вообще можно победить монетарными методами. Как не очевидно и то, что Центральный банк призван таргетировать именно инфляцию, а не какой-то другой экономический показатель. Но это уже тема для другого комментария.

управляемое плавание – управляемым плаванием. А свободное плавание – оно не для России. Во всяком случае, до тех пор, пока у нас не сформировалась развитая диверсифицированная экономика.

Сергей Смирнов

Циклические индикаторы

9. *Опережающий индекс: ниже нуля впервые за весь послекризисный период*

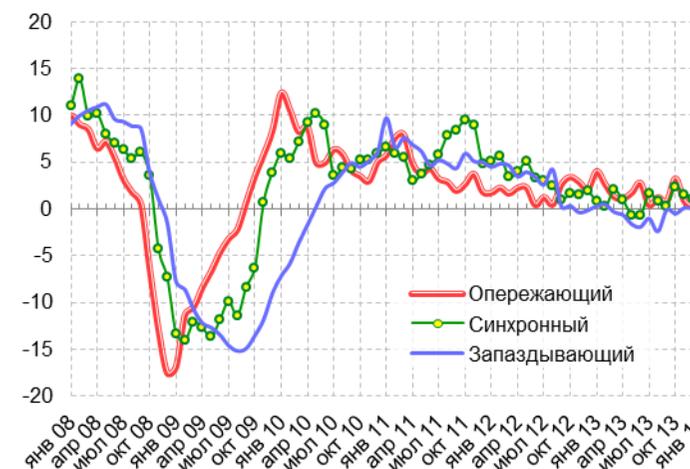
В январе 2013 г. Сводный опережающий индекс (СОИ) опустился ниже нуля (-0,8%) впервые с августа 2009 г.²² При этом СОИ снизился третий месяц подряд, что тоже внушает некоторую тревогу. Особенно печально, что за этим падением прежде всего стоит стагнация внутреннего спроса (динамики новых заказов и закупок сырья и материалов). Январская девальвация (7,7% по доллару, 6,9% по евро) немного улучшила ситуацию, повысив конкурентоспособность российских производителей, но этого явно недостаточно для того, чтобы переломить ситуацию.

С другой стороны, динамика процентных ставок пока не сигнализирует об особой озабоченности участников рынка. Возможно, это связано с умеренно позитивной динамикой синхронного и запаздывающего индексов (по крайней мере, в сравнении с летом прошлого года). Однако среди компонент опережающего индекса нет ни одной, которая бы определенно указывала на возможность скорого оживления российской экономики. На наш взгляд, даже в хорошем сценарии «топтанье на месте» может продлиться еще несколько кварталов.

Сергей Смирнов

²² В качестве компонент СОИ используются индексы New Orders и Quantity of Purchases для обрабатывающей промышленности (банк HSBC). Цены на московскую недвижимость: данные Аналитического центра «Индикаторы рынка недвижимости IRN.RU».

Рис. 9.1. Динамика сводных циклических индексов (прирост за год), в %



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Консенсус-прогноз**10. Опрос профессиональных прогнозистов:
резкой девальвации не будет**

В начале февраля Институт «Центр развития» провел очередной квартальный Опрос профессиональных прогнозистов относительно их видения перспектив российской экономики в 2014–2015 гг. и далее до 2020 г. В опросе приняли участие 24 эксперта из России и других стран.

Таблица 10.1. Консенсус-прогнозы на 2013–2020 гг.

Показатель	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Консенсус-прогноз (опрос 03 – 10.02.2014)							
Реальный ВВП, % прироста	1,9	2,4	2,7	2,9	2,9	2,8	2,9
Индекс потребительских цен, % прироста (дек./дек.)	5,3	5,2	4,9	4,8	4,7	4,4	4,2
Курс доллара, руб./долл. (среднегодовой)*	33,9	35,6	36,4	36,7	37	37,4	37,8
Цена нефти Urals, долл./барр. (в среднем за год)	104	104	104	102	103	103	104
Прогноз МЭР (08.11.13 и 27.12.13)							
Реальный ВВП, % прироста	2,5	3,3	3,8	4,3	4,6	4,6	4,3
Индекс потребительских цен, % прироста (среднегодовой)	5,9	4,7	4,8	5,1	4,5	4,0	3,5
Курс доллара, руб./долл. (среднегодовой)	33,9	34,4	36,1	38	38,5	39	39,2
Цена нефти Urals, долл./барр. (в среднем за год)	101	100	100	104	108	112	116

* – Участники Опроса прогнозируют курс доллара на конец года. Среднегодовой курс рассчитан как среднее между оценками на начало и конец периода.

Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ; Рейтер.

В целом настроения экспертов остаются достаточно пессимистичными. По сравнению с предыдущим опросом консенсус-оценки прироста ВВП на 2014–2016 гг. уменьшились на 0,1–0,2 п.п. Для 2017–2018 гг. консенсус-прогноз реального ВВП, напротив, вырос на 0,2–0,5 п.п., что вызвано уменьшением числа экспертов,

Участники опроса

Альфа-Банк
Capital Economics
Экономическая экспертная группа
Economist Intelligence Unit
HSBC Bank (RR)
ING
Институт экономической политики им. Гайдара
Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН
Институт экономики РАН
JPMorgan
КАМАЗ
Лукойл
Номос Банк
Открытие Капитал
Raiffaisen Bank
Ренессанс Капитал
Центр макроэкономических исследований СБ РФ
Sberbank CIB
АФК «Система»
UBS
UniCreditBank
Уралсиб
ВТБ Капитал
The Vienna Institute for International Economic Studies (WIIW)

ожидающих циклического спада именно в 2017–2018 гг. Прогнозы ВВП на 2018–2020 гг. не изменились. В сравнении с официальными долгосрочными прогнозами МЭР консенсус-прогнозы независимых экспертов стабильно оказываются ниже – от 0,6 п.п. в 2014 г. до 1,8 п.п. в 2019 г. Даже к 2020 г. они не дотягивают до 3% в год.

Замедление роста российской экономики будет происходить на фоне достаточно высоких (102–104 долл./барр.) нефтяных цен. По всей видимости, с этим связана относительно стабильная прогнозная динамика валютного курса. Консенсус-прогноз на конец 2014 г. составляет 35,1 руб./долл., что близко к текущему уровню. Поскольку предыдущий опрос давал на конец 2014 г. 33,9 руб./долл., можно заключить, что январская девальвация рубля была «абсорбирована» большинством экспертов в их текущие прогнозы, но она не породила ожидания дальнейшего взрывного развертывания девальвационных процессов. Всего несколько экспертов (четверо из 14, если быть точным) ожидают ослабления рубля ниже 40 руб./долл. к 2018 г.

Инфляционные ожидания профессиональных прогнозистов носят достаточно умеренный характер: 4–5% ежегодно, 39% за все семь лет с 2014 г. по 2020 г. Поскольку при этом номинальный курс рубля к доллару, согласно консенсус-прогнозу, ослабнет к концу 2020 г. всего на 16%, что означает реальное укрепление на 17%, что в любом случае не будет способствовать повышению конкурентоспособности российских производителей.

В целом рост нашей экономики всего на 2,1–2,9% в год – при отсутствии резких спадов и глубоких кризисов – большинству участников опроса представляется наиболее вероятной перспективой. Похоже, нам придется смириться с тем, что российская экономика будет расти медленнее мировой...

Сергей Смирнов

Приложение 1

Рейтинг секторов обрабатывающей промышленности по гипотетическому приросту рентабельности экспорта на фоне двух сценариев ослабления рубля на 10 и 16%. Рейтинг составлен по данным отчетности Росстата по форме 5-з за январь-сентябрь 2013 г. Даны сектора-лидеры – с приростом рентабельности во втором сценарии более чем на 15 п.п. и сектора-аутсайдеры – с приростом рентабельности менее чем на 3 п.п. (включительно).

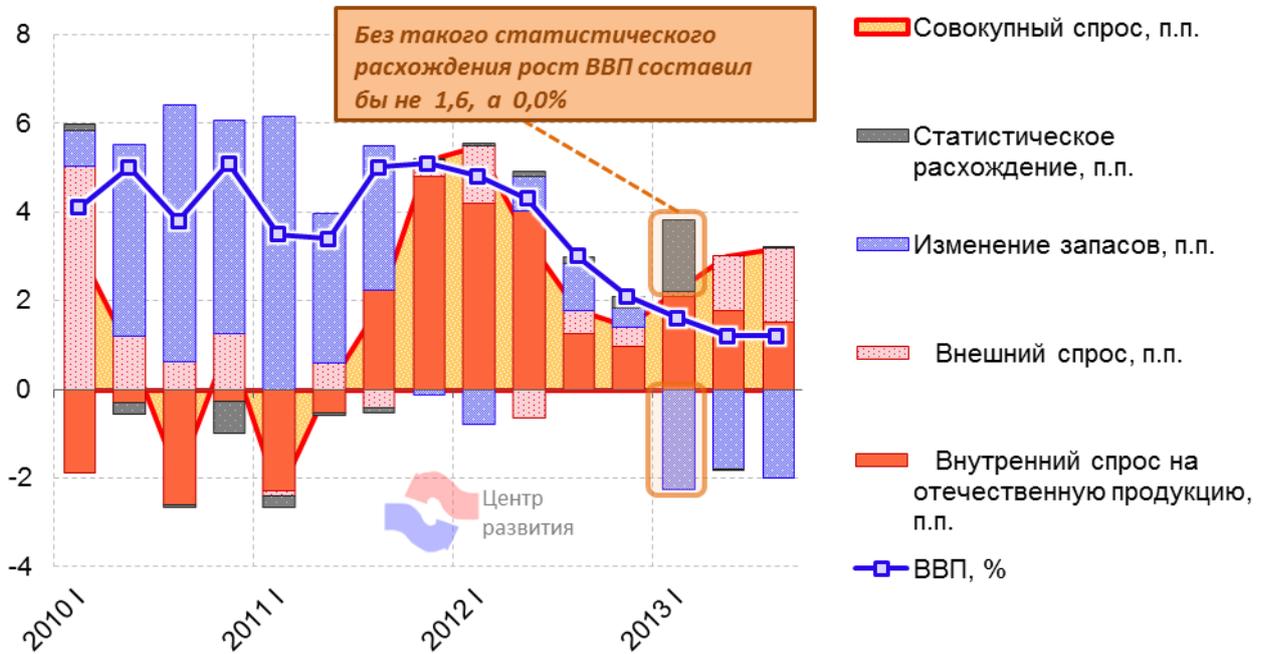
	Рентабельность*, %			Разница рент. п.п. При девальвации		Доля импорт. компл. и сырья в цене, %	Доля сектора в экономике (выпуске в форме 5-з), %
	Текущая	При девальвации		10	16		
Обрабатывающие производства в целом	8,8	16,4	21	7,6	12,2	7,4	41,7
Отделка тканей и текстильных изделий	-26,1	-13,5	-5,9	12,6	20,2	0	0,005
Пр-во станков	-32,1	-20,3	-13,3	11,7	18,8	7,3	0,023
Пр-во спортивных товаров	-16,6	-5,4	1,2	11,1	17,8	2,7	0,003
Об-ка неметаллических отходов и лома	-11,8	-0,7	6	11,1	17,8	0,4	0,004
Пр-во прочих изделий из дерева	-9,6	1,4	8	11	17,5	0	0,001
Пр-во приборов и инст. для измерений, контроля и пр. целей	-12,1	-1,7	4,6	10,4	16,7	4	0,324
Распиловка и строгание древесины; пропитка древесины	-4	6,3	12,4	10,2	16,4	0,8	0,089
Пр-во паровых котлов, кроме котлов центрального отопления; Пр-во ядерных реакторов	-8,4	1,7	7,8	10,1	16,2	3,5	0,109
Пр-во отливок	-2,6	7,5	13,6	10,1	16,2	0,6	0,06
Пр-во мед. изделий; средств измерений; оптических пр.; часов	-9,4	0,7	6,8	10,1	16,2	4,1	0,417
Об-ка вторичного сырья	-1,2	8,9	14,9	10	16,1	0,4	0,178
Об-ка металлических отходов и лома	-0,9	9,1	15,1	10	16	0,4	0,174
Пр-во оптических приборов, фото- и кинооборудования	-4,1	5,8	11,6	9,8	15,7	2,9	0,037
Пр-во прочих машин и оборудования специального назначения	-4,9	4,7	10,5	9,6	15,4	4,3	0,416
Пр-во лабораторных, фармацевт. и гигиен. изделий из стекла	-10,9	-1,3	4,5	9,6	15,4	7,4	0,006
Пр-во этилового спирта из сброженных материалов	4,3	13,8	19,6	9,6	15,3	0	0,02
Пр-во прочих транспортных средств и оборудования	4,5	14,1	19,8	9,5	15,3	0	0
Пр-во напитков	-9,9	-0,4	5,3	9,5	15,2	7,5	0,931
Пр-во обуви	-13,3	-3,8	1,8	9,4	15,1	9,5	0,035
Выделка и крашение меха; Пр-во меховых изделий	-0,8	8,6	14,2	9,4	15	3,6	0,003
....							
Пр-во автомобилей, прицепов и полуприцепов	3,9	5,8	6,9	1,9	3	38,8	2,529
Пр-во машин и оборуд. для сельского и лесного хозяйства	-17,1	-15,9	-15,1	1,2	2	52,4	0,119
Пр-во трикотажного полотна	7,6	8,4	8,9	0,8	1,3	42,1	0,002
Пр-во мотоциклов и велосипедов	10,8	10,6	10,5	-0,2	-0,3	45,5	0,006
Пр-во бытовых приборов, не вкл. в другие группировки	34,8	33,9	33,4	-0,8	-1,3	36,8	0,332
Пр-во табачных изделий	23,4	20,3	18,5	-3	-4,9	53,5	0,282
Пр-во хим. средств защиты растений и пр. агрохим. продуктов	-30	-33,9	-36,2	-3,9	-6,2	84,3	0,001
Пр-во аппаратуры для приема, записи и воспр. звука и изобр.	13,1	6,8	3,1	-6,3	-10,1	74,9	0,141

*Рентабельность рассчитана как соотношение прибыли (разницы между выпуском и затратами на производство и реализацию продукции) и выпуска по данным формы 5-з, то есть выпуска товаров и услуг (без внутреннего оборота) в фактических ценах (без НДС, акцизов и аналогичных обязательных платежей)). Рентабельность выражена в %.

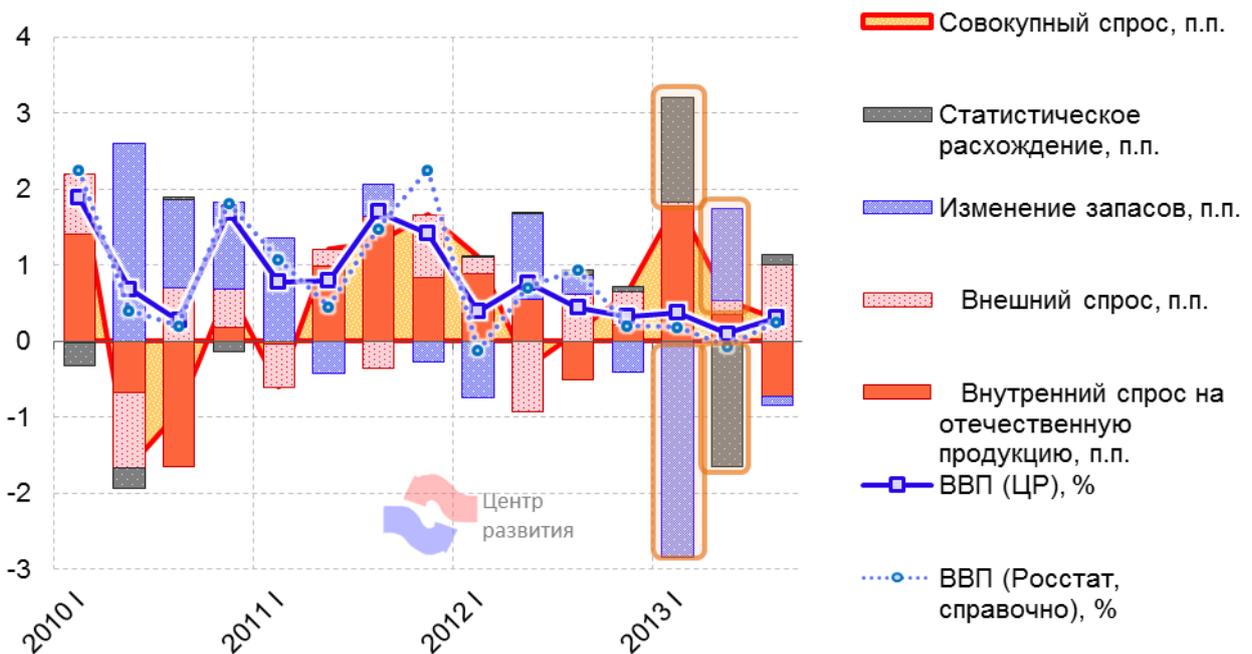
Источник: Росстат – форма статотчетности 5-з, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Экономика в «картинках»

Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к соответствующему кварталу предыдущего года)

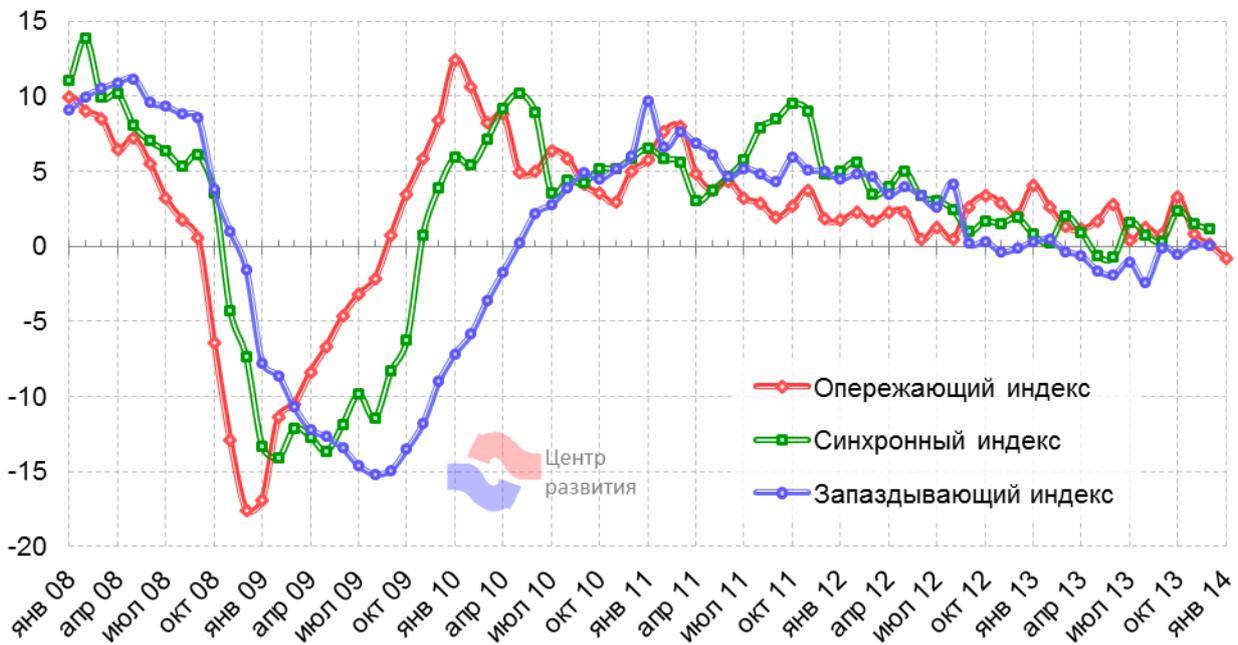


Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к предыдущему кварталу, сезонность устранена)



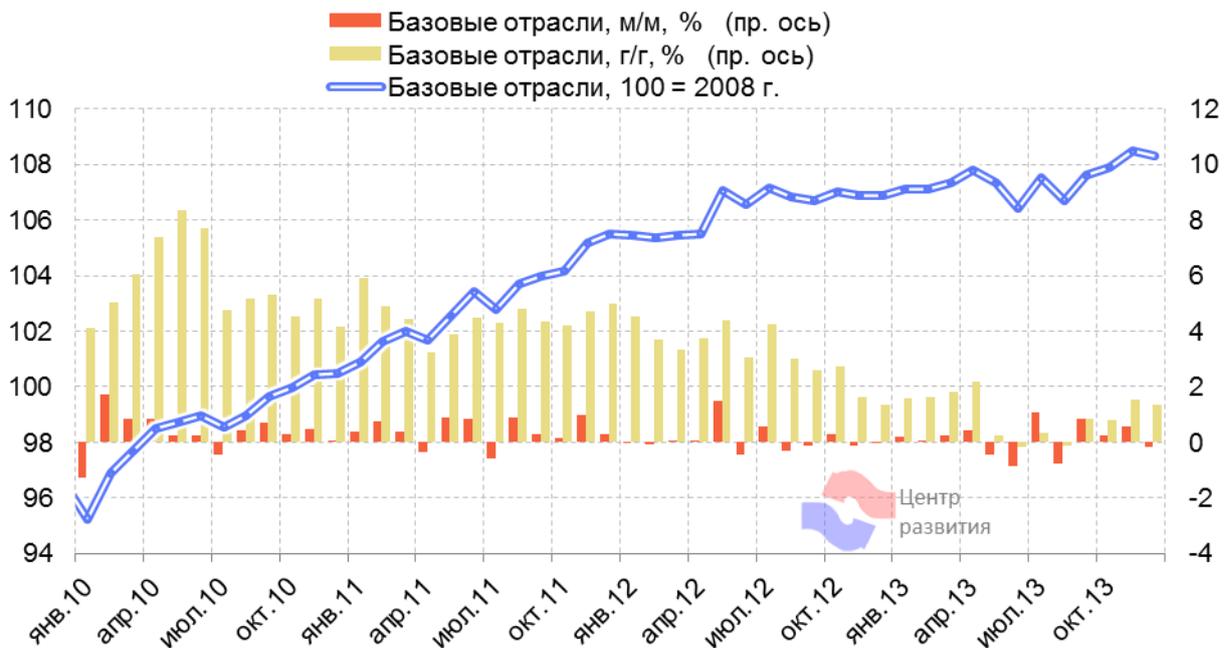
Циклические индексы (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



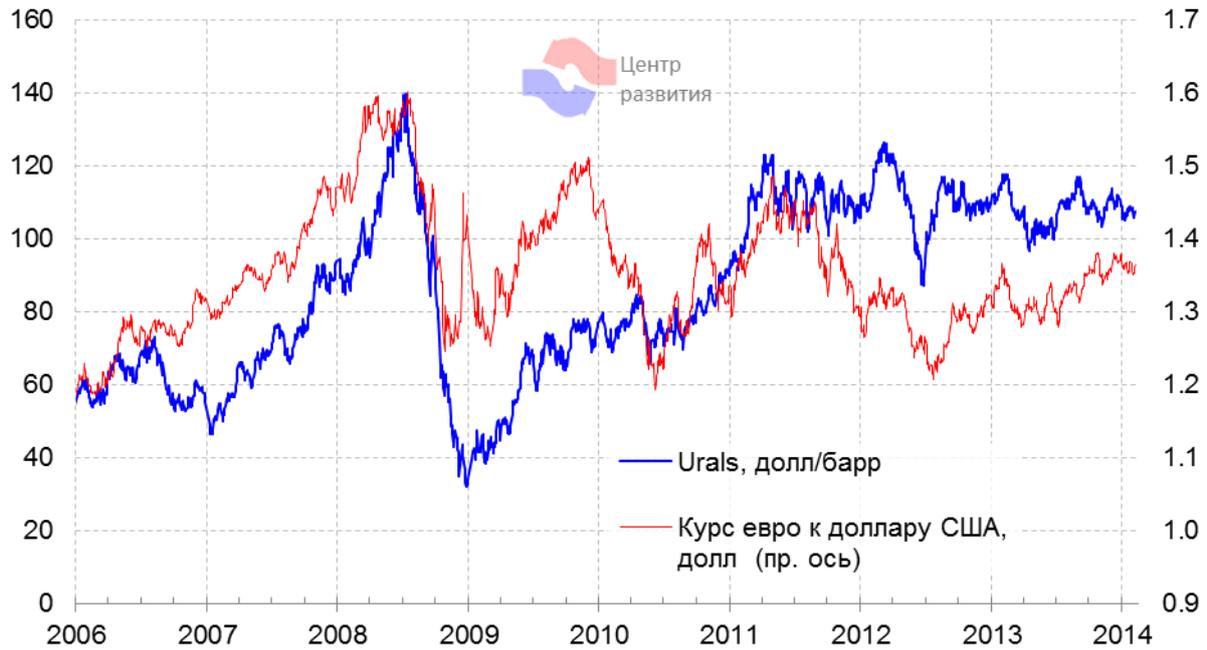
Динамика выпуска базовых отраслей, без сельского хозяйства (сезонность устранена)

NEW



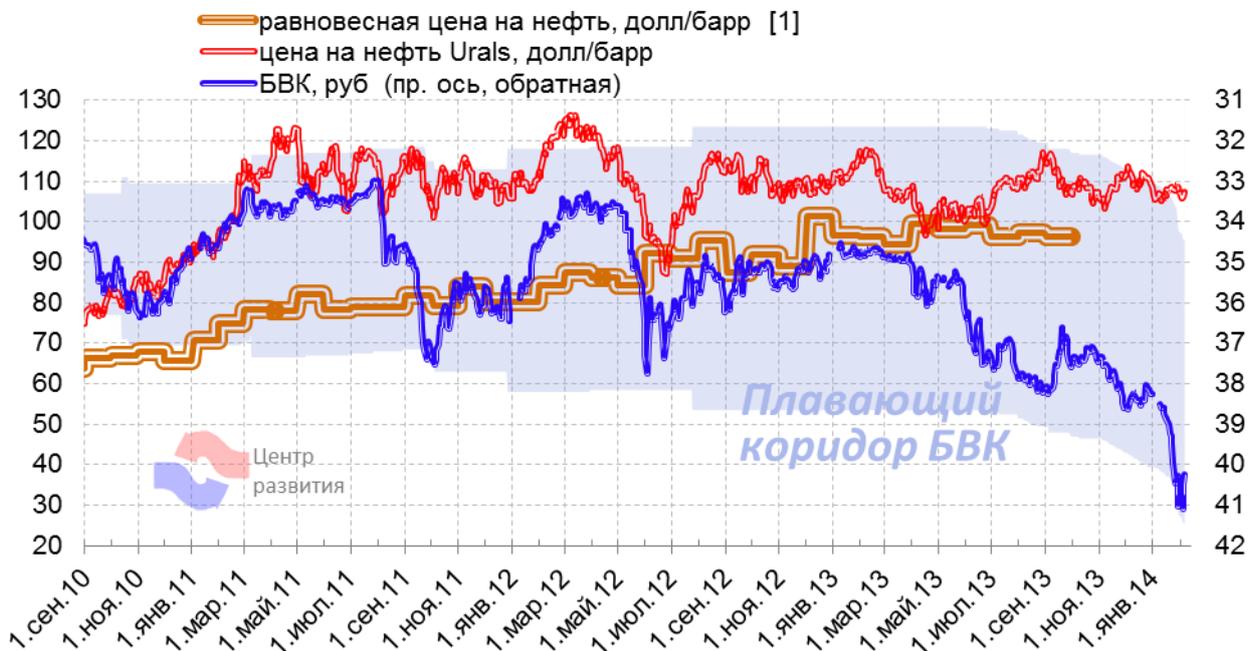
Динамика цен на нефть и курса евро к доллару

NEW

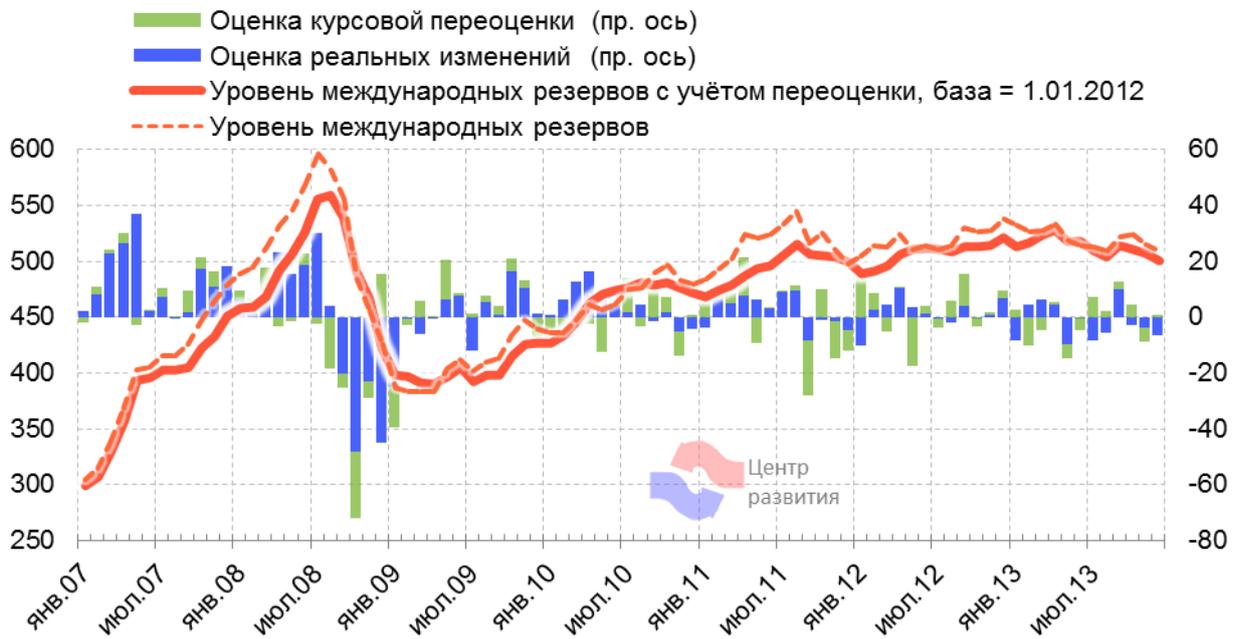


Динамика цен на нефть и курса рубля

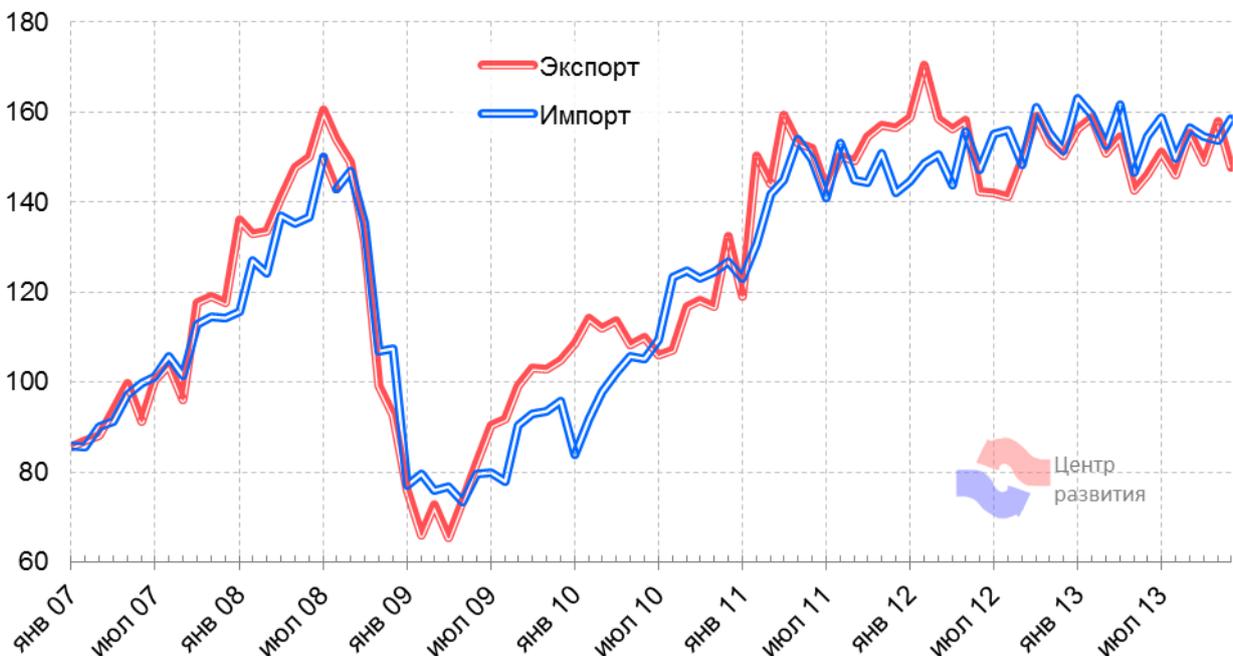
NEW



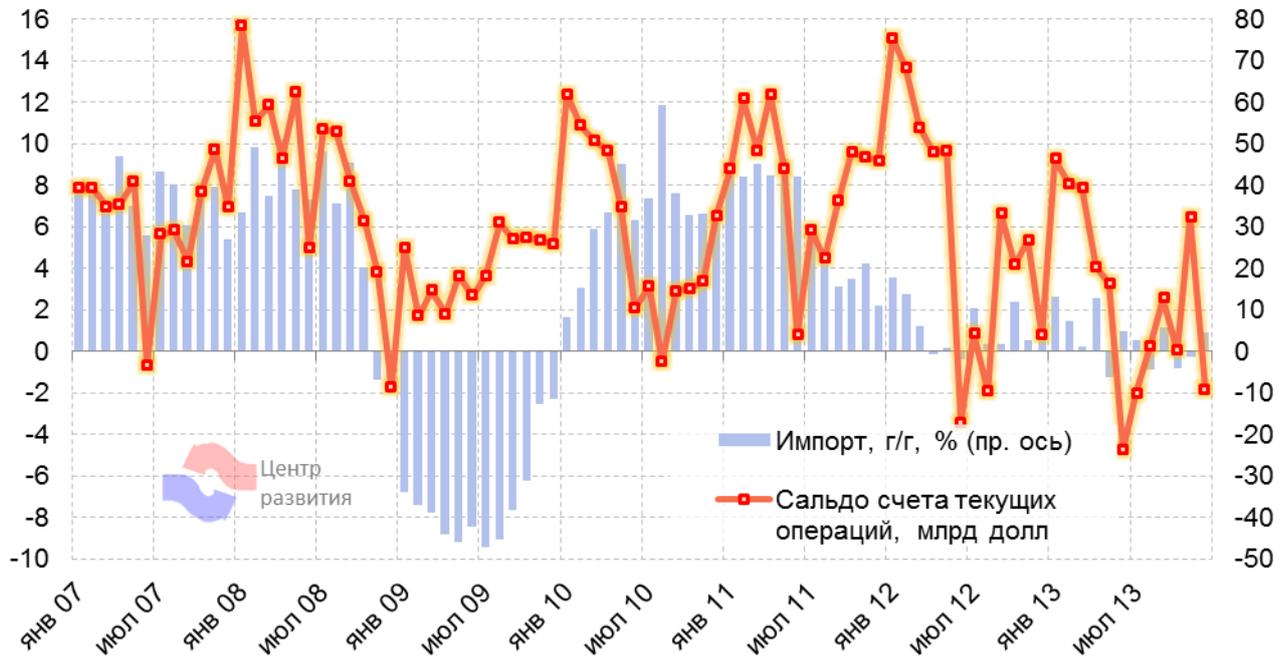
Динамика международных резервов (на конец месяца), млрд. долл.



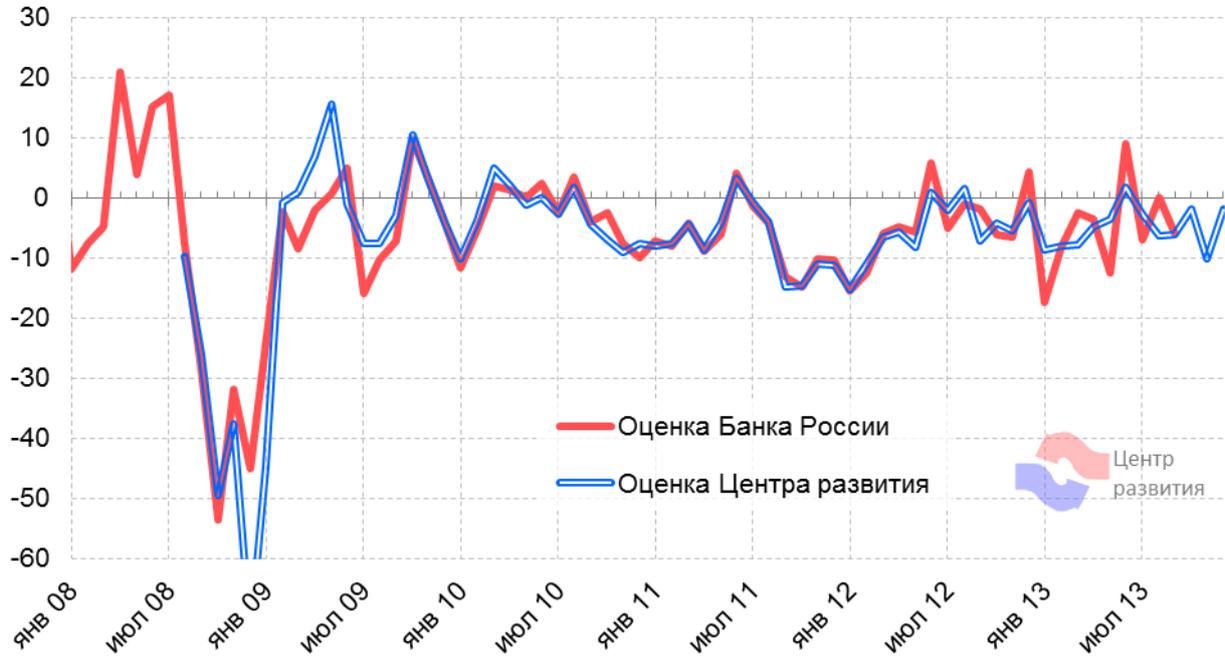
Внешняя торговля товарами (сезонность устранена, 100=январь.2007), в % ^[2]



Динамика сальдо счёта текущих операций и импорта товаров^[2]

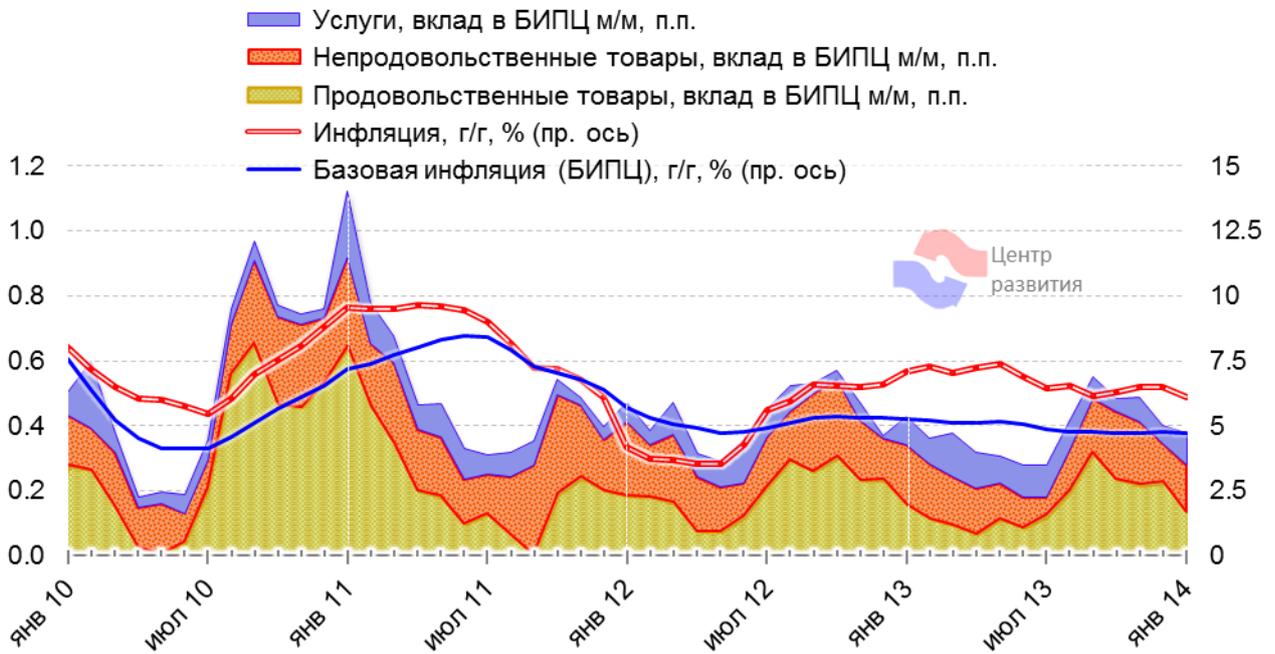


Чистый приток капитала, млрд. долл.



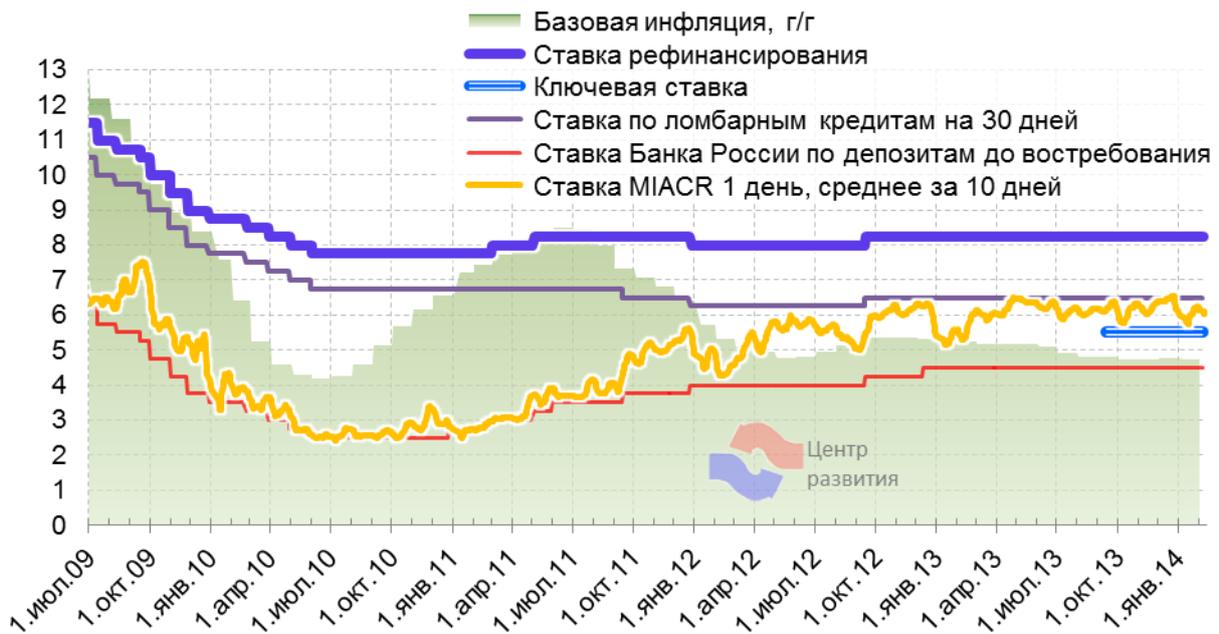
Динамика инфляции, базовой инфляции и вклад в базовую инфляцию за месяц различных компонент^[3]

NEW



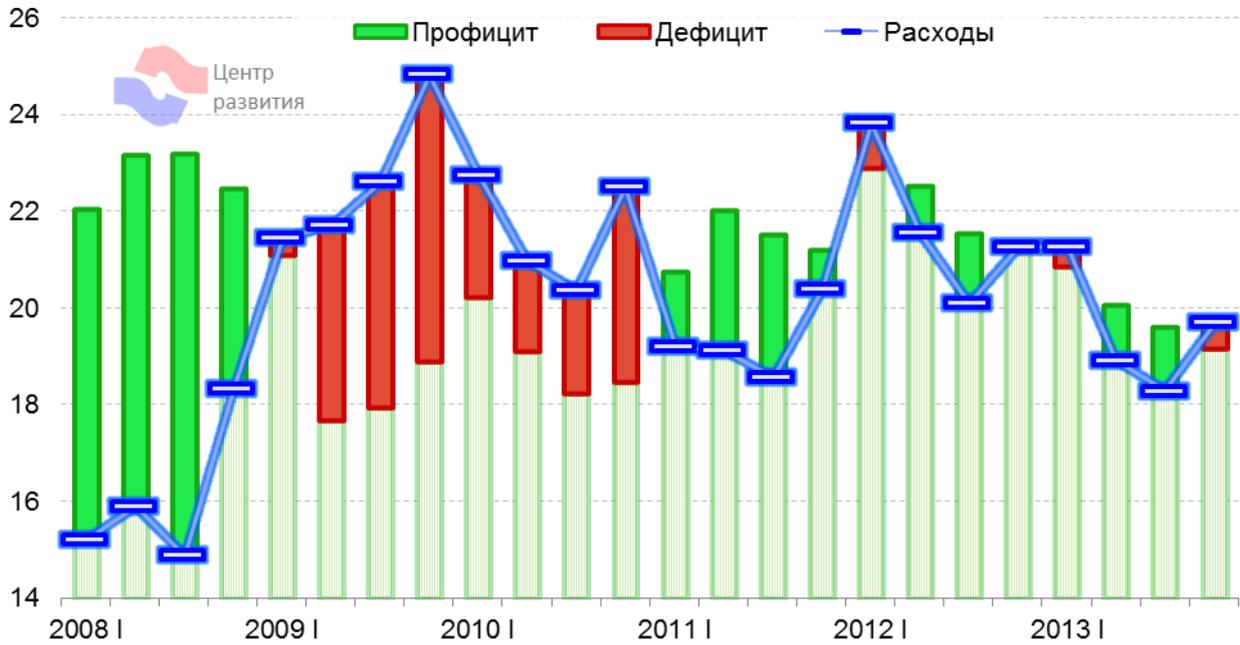
Динамика основных процентных ставок Банка России, ставок межбанковского рынка MIACR и базовой инфляции, в %

NEW



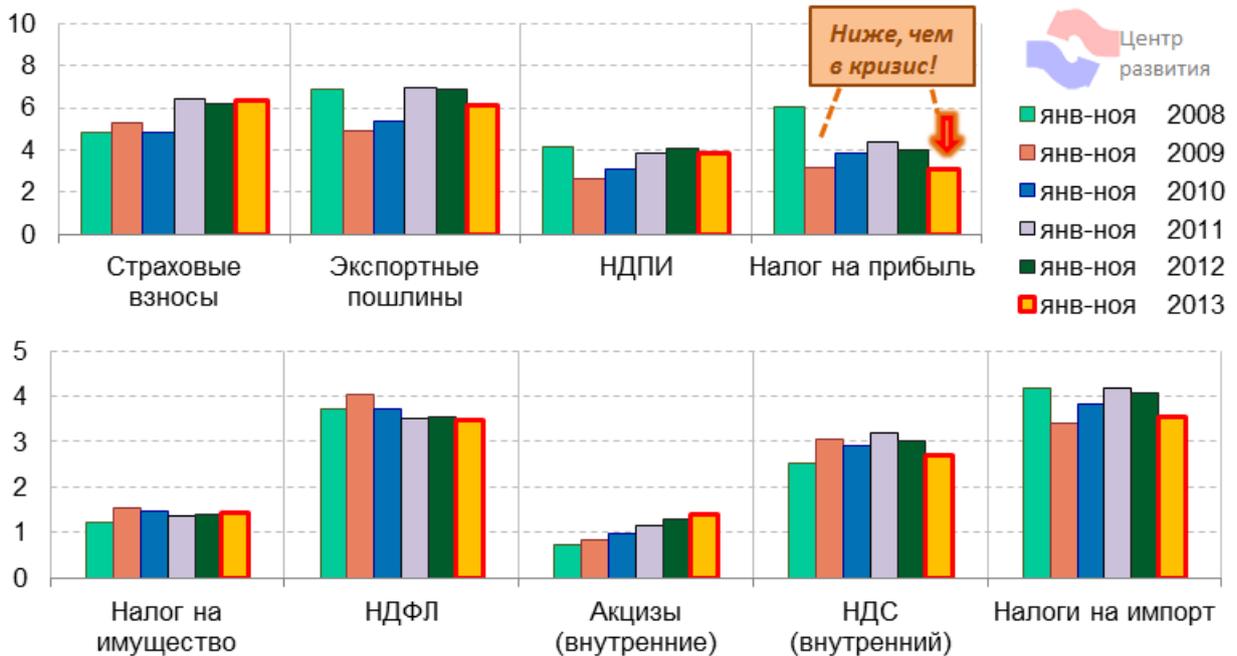
Исполнение федерального бюджета (накопленным итогом с начала каждого года), в % ВВП

NEW



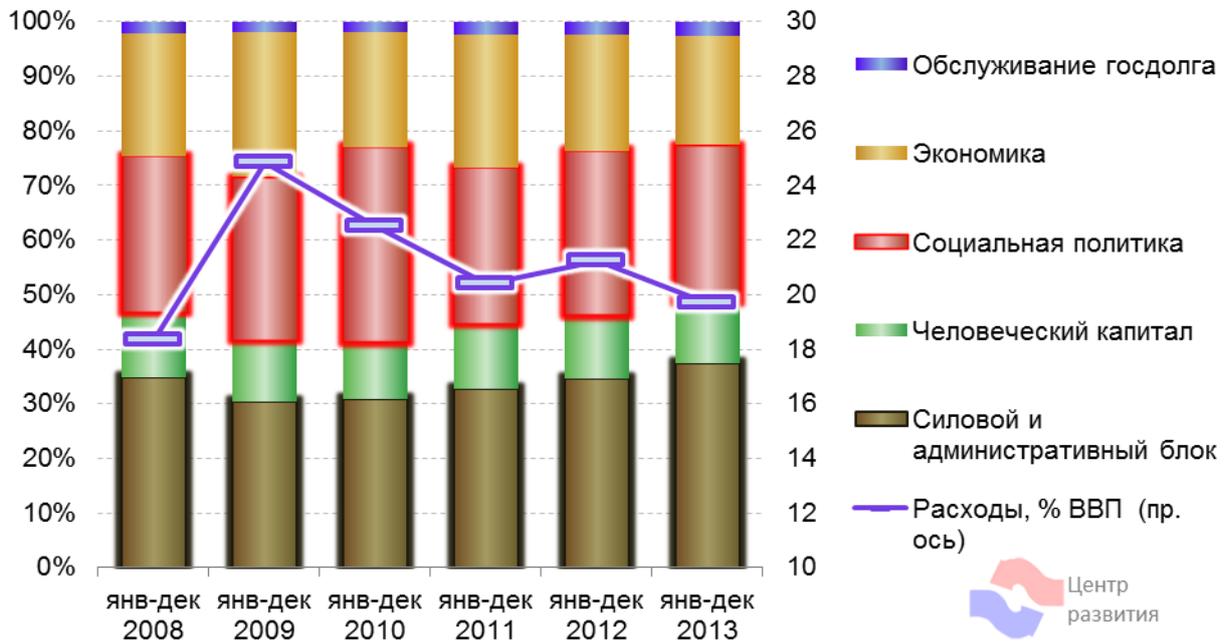
Доходы консолидированного бюджета, по видам налогов, в % ВВП^[4]

NEW



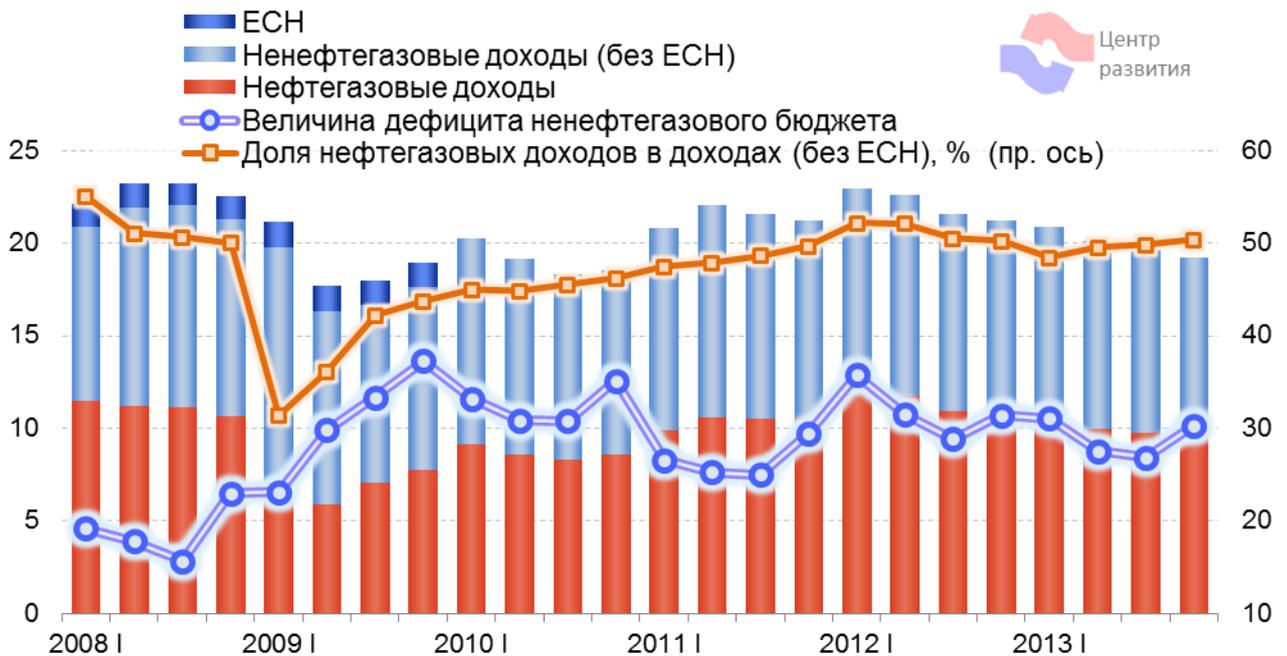
Структура расходов федерального бюджета, в %

NEW

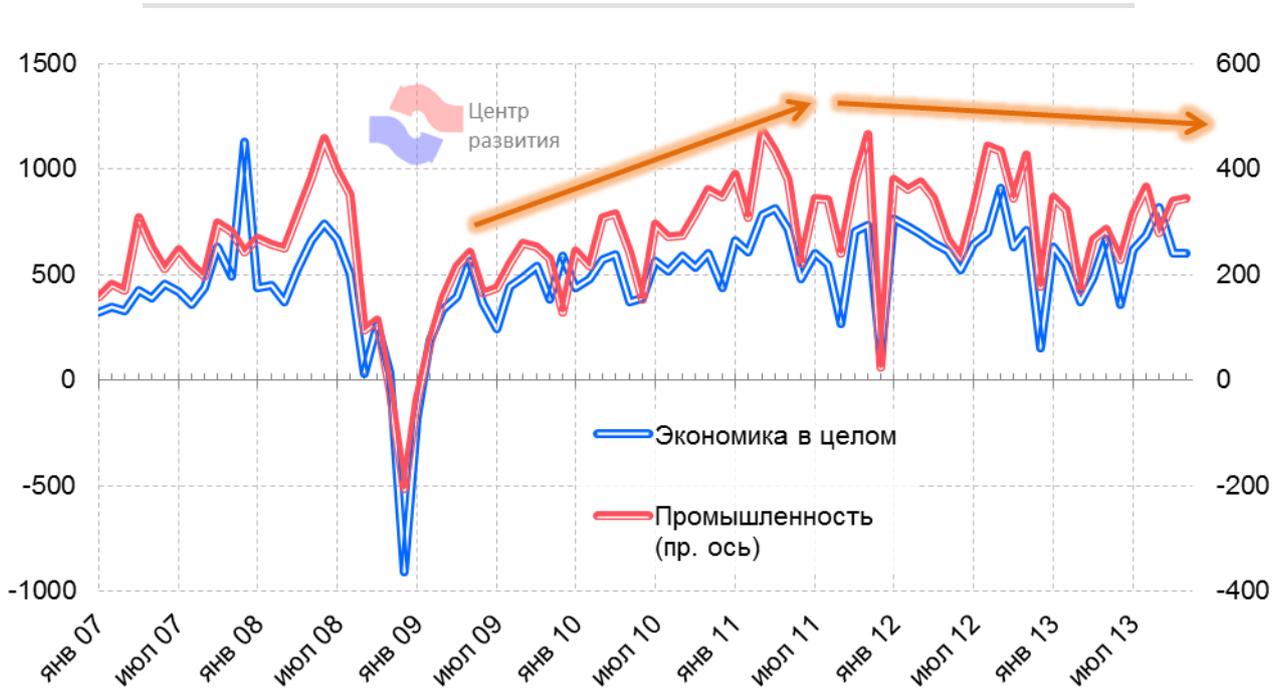


Доходы и нефтегазовый дефицит федерального бюджета, в % ВВП^[5]

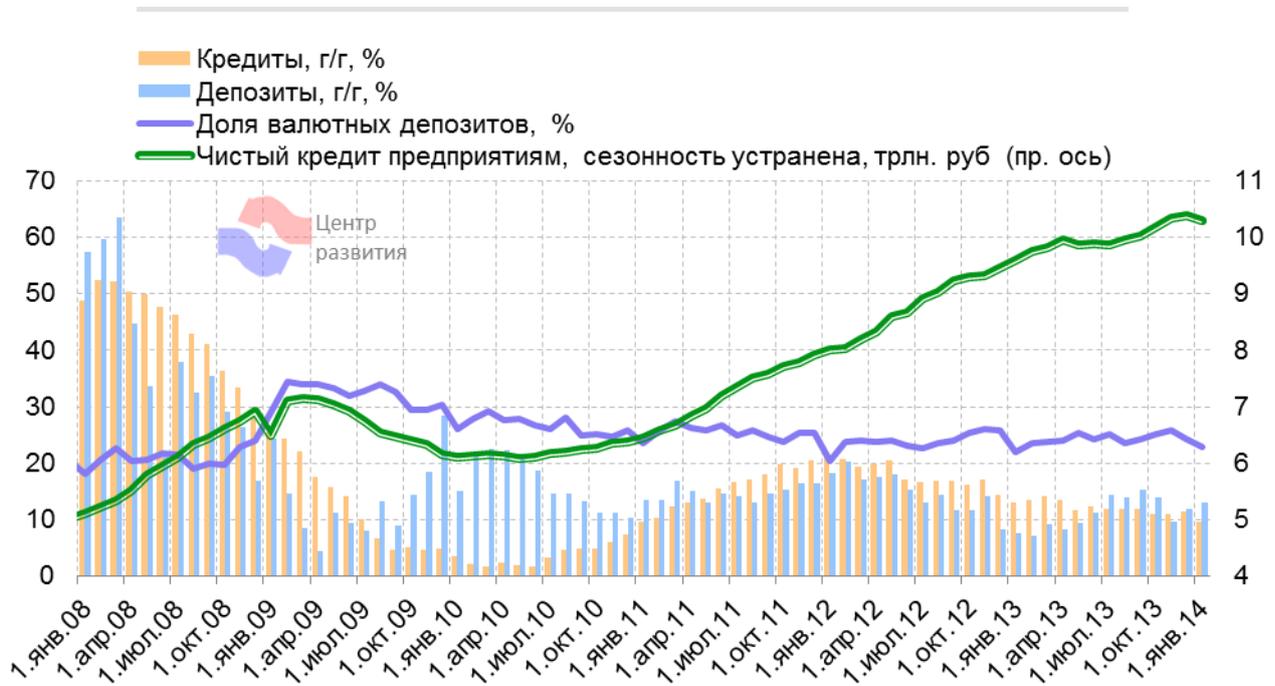
NEW



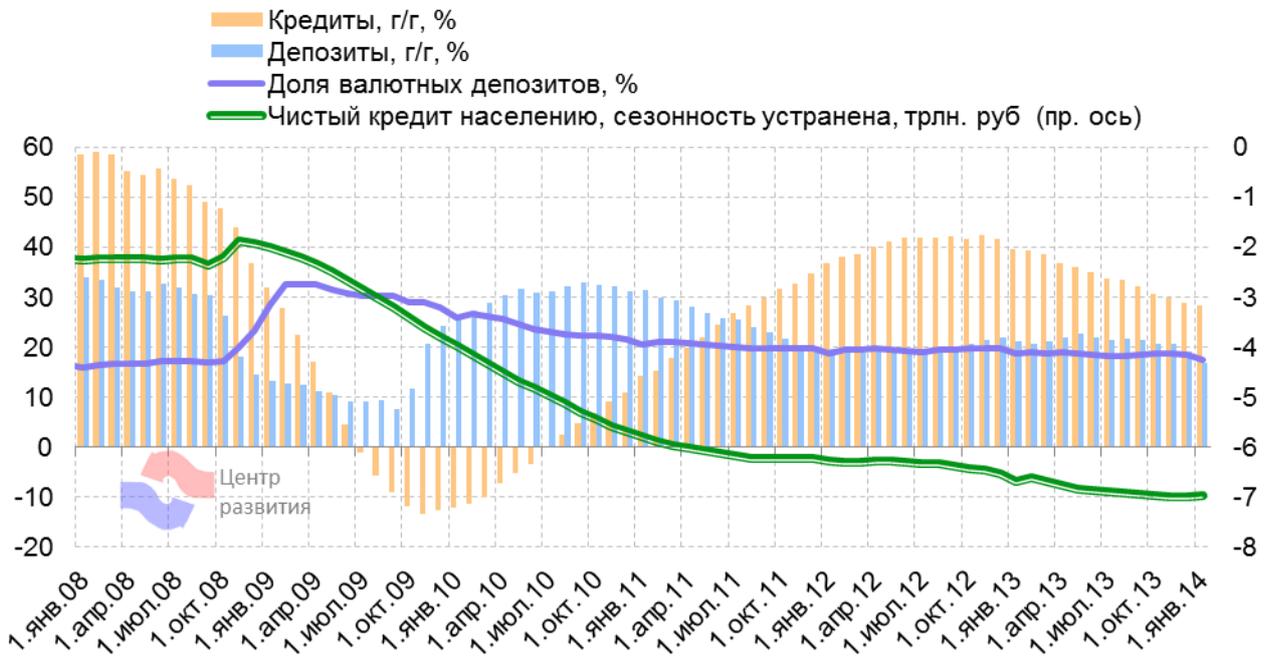
Динамика сальдированного финансового результата в экономике, млрд. руб.



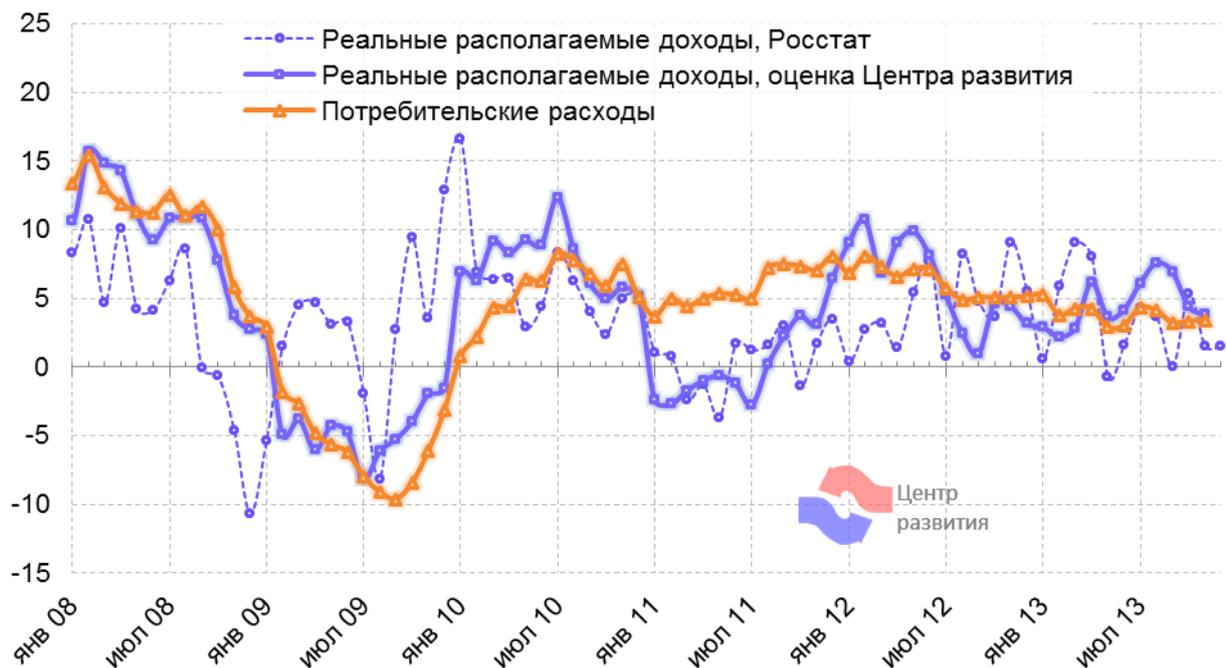
Динамика требований и обязательств предприятий реального сектора к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)



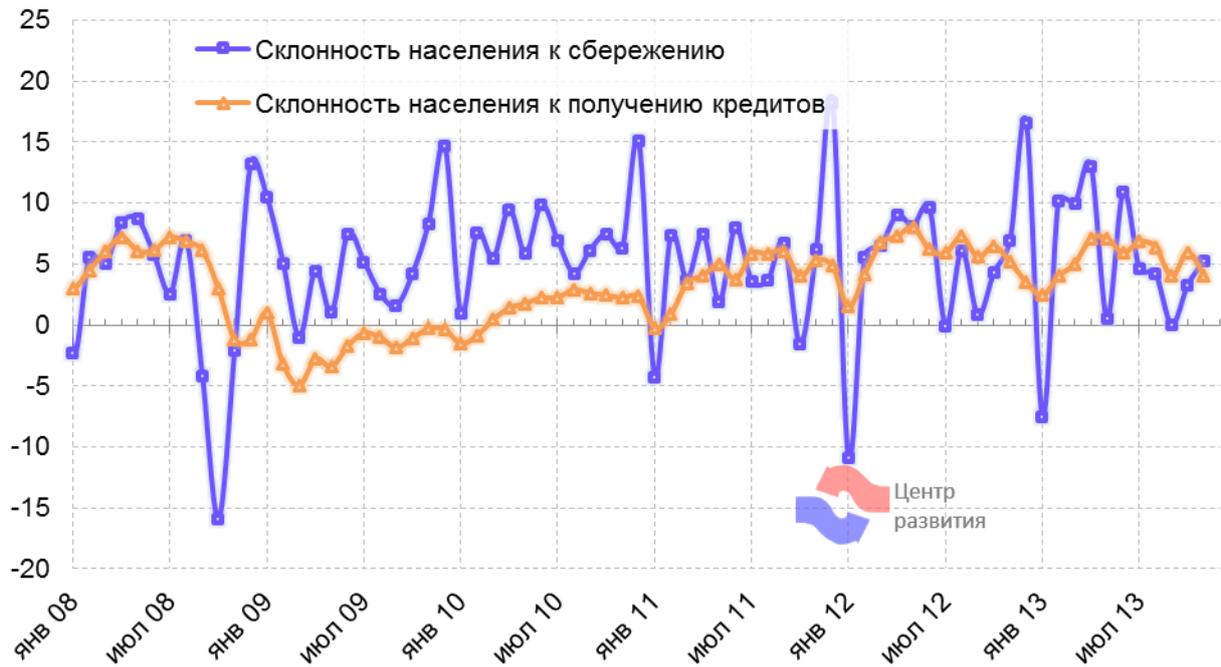
Динамика требований и обязательств населения к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)



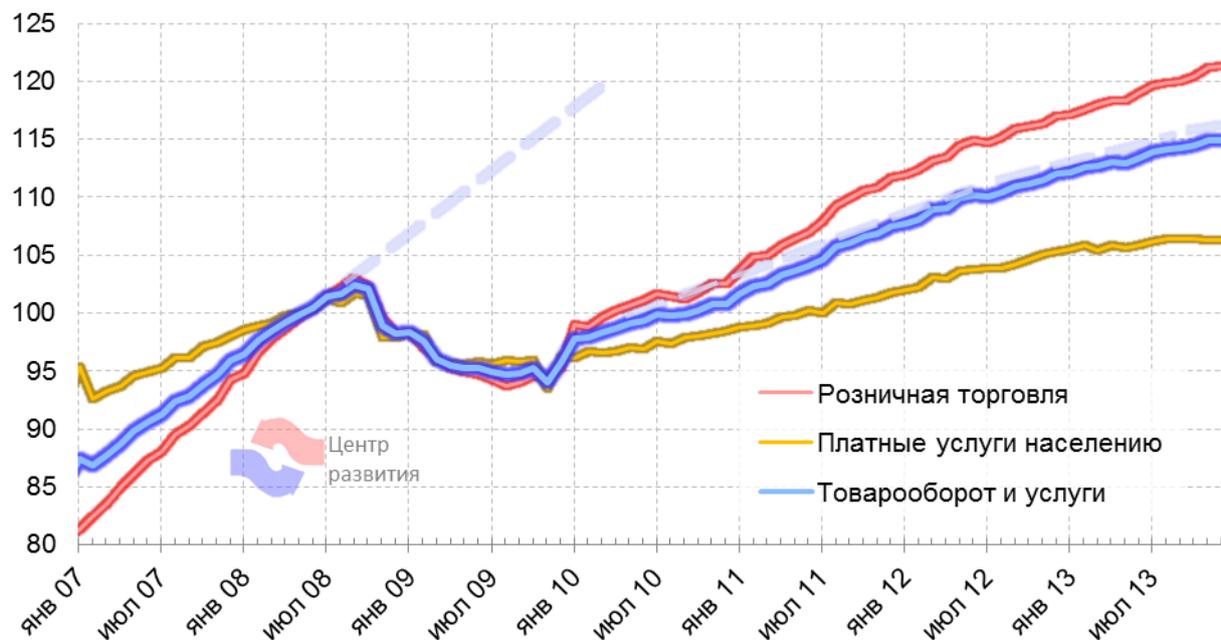
Динамика доходов и расходов населения в реальном выражении (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %



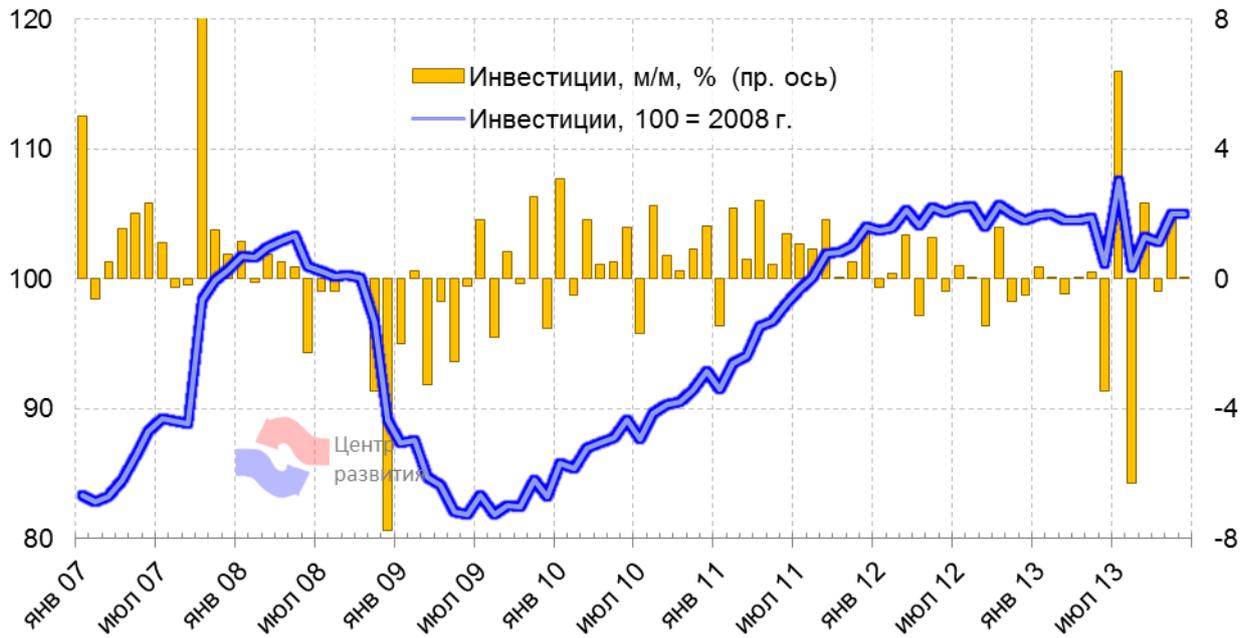
Склонность населения к сбережениям и к получению кредитов, в % дохода



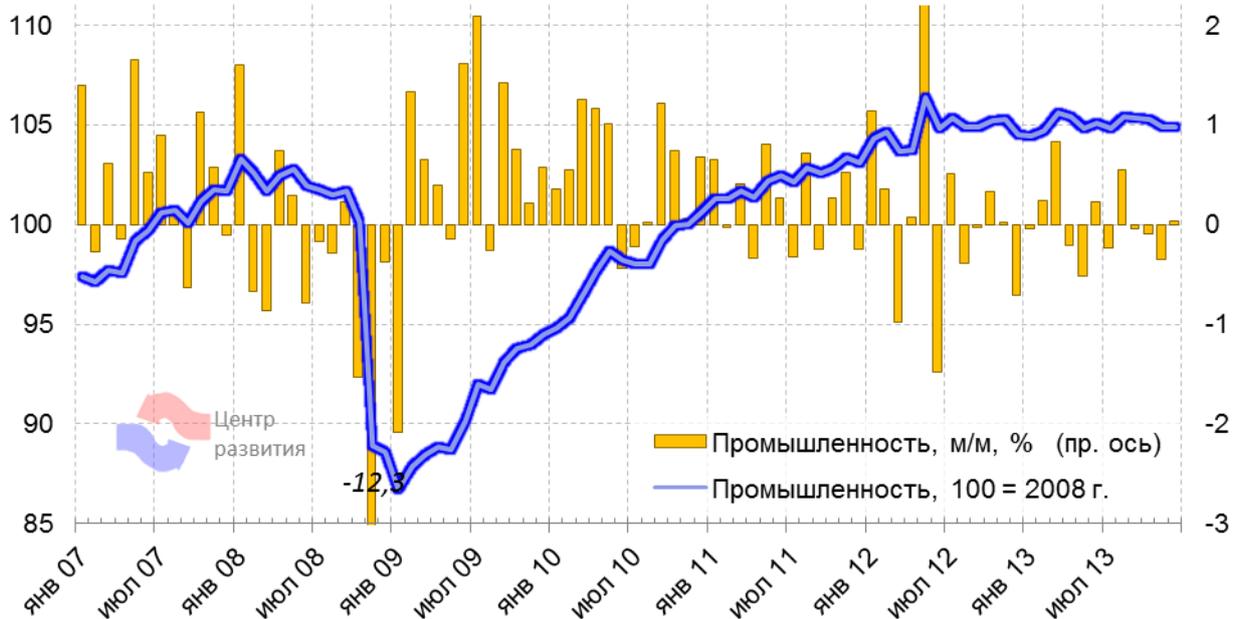
Динамика товарооборота и платных услуг населению (сезонность устранена, 100=2008 г.)



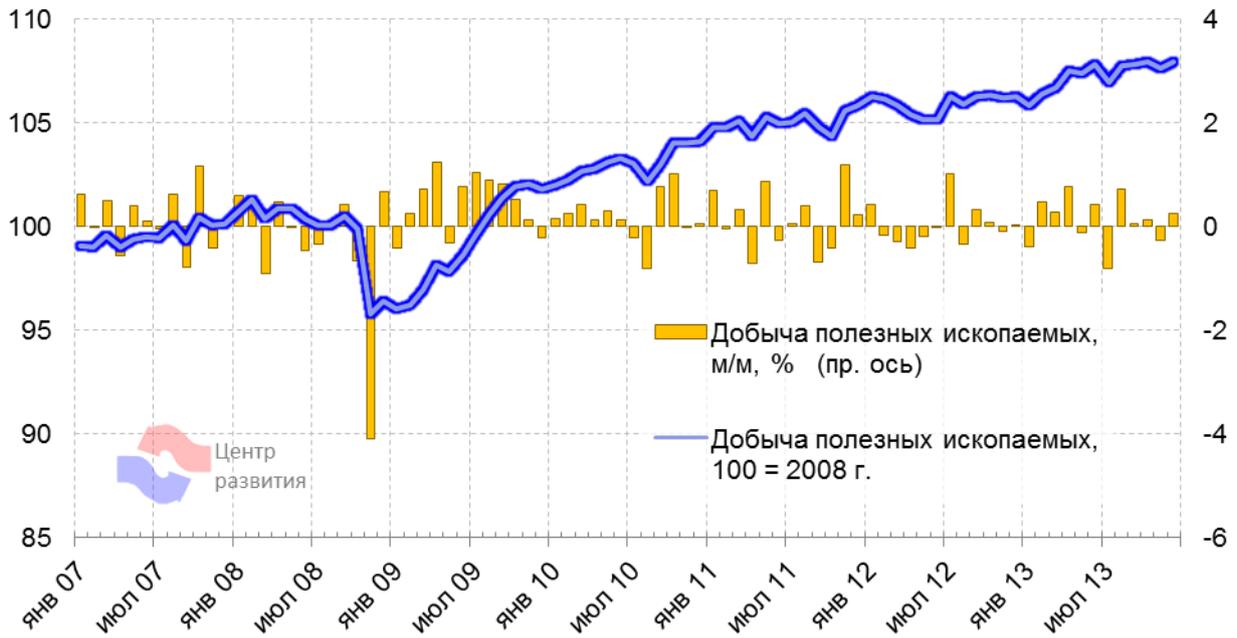
Динамика инвестиций в основной капитал (сезонность устранена)



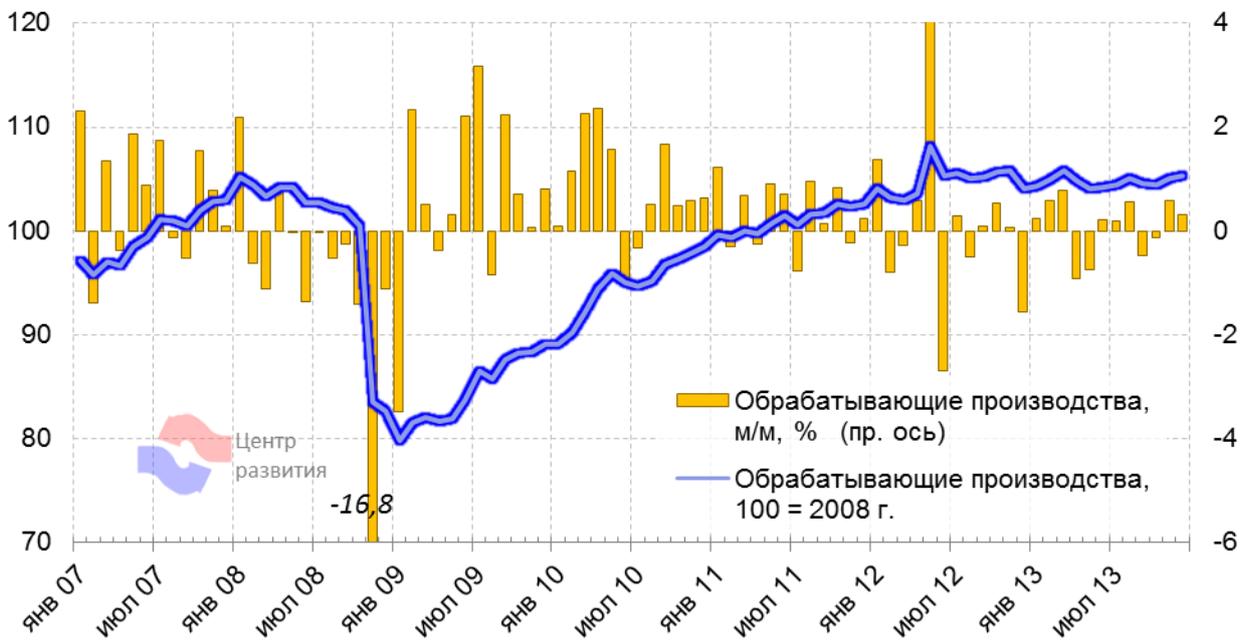
Динамика выпуска в промышленности (сезонность устранена)



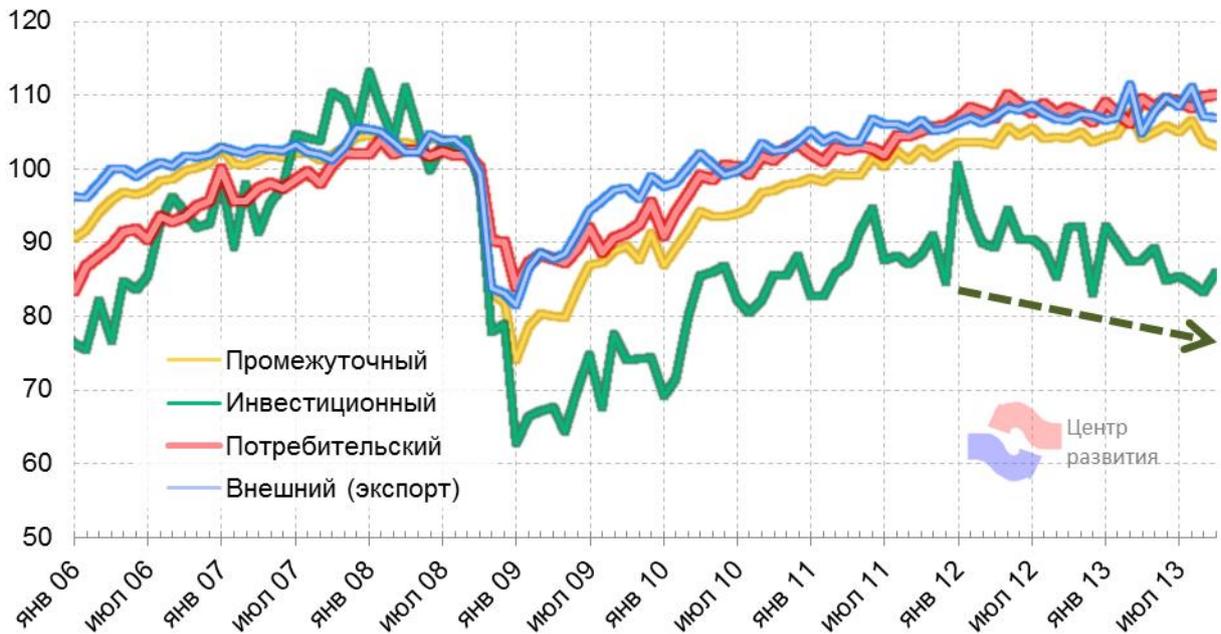
Динамика выпуска в добывающих отраслях (сезонность устранена)



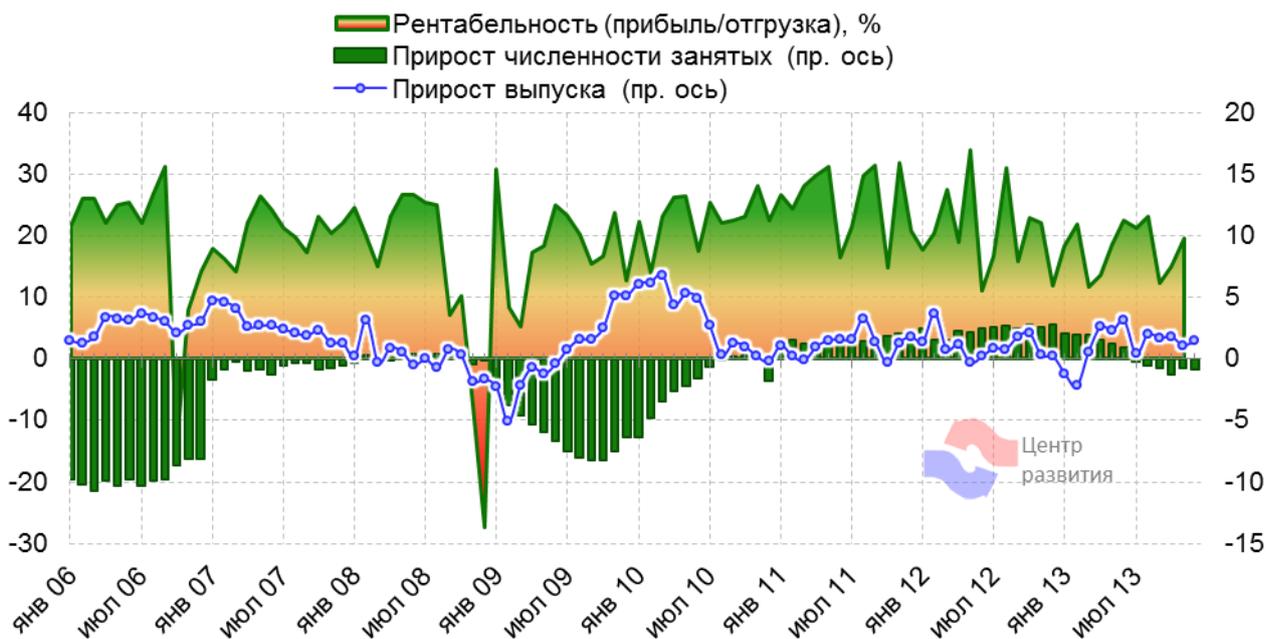
Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях (сезонность устранена)



Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях по видам удовлетворяемого спроса (сезонность устранена, 100=2008 г.)

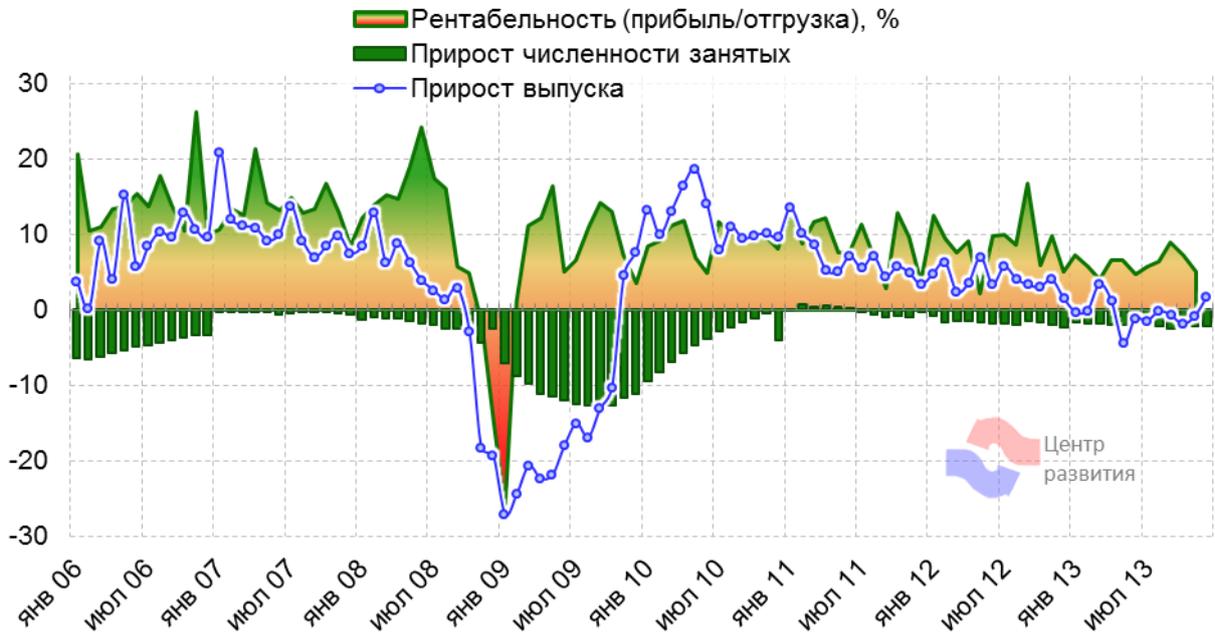


Показатели состояния добывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %



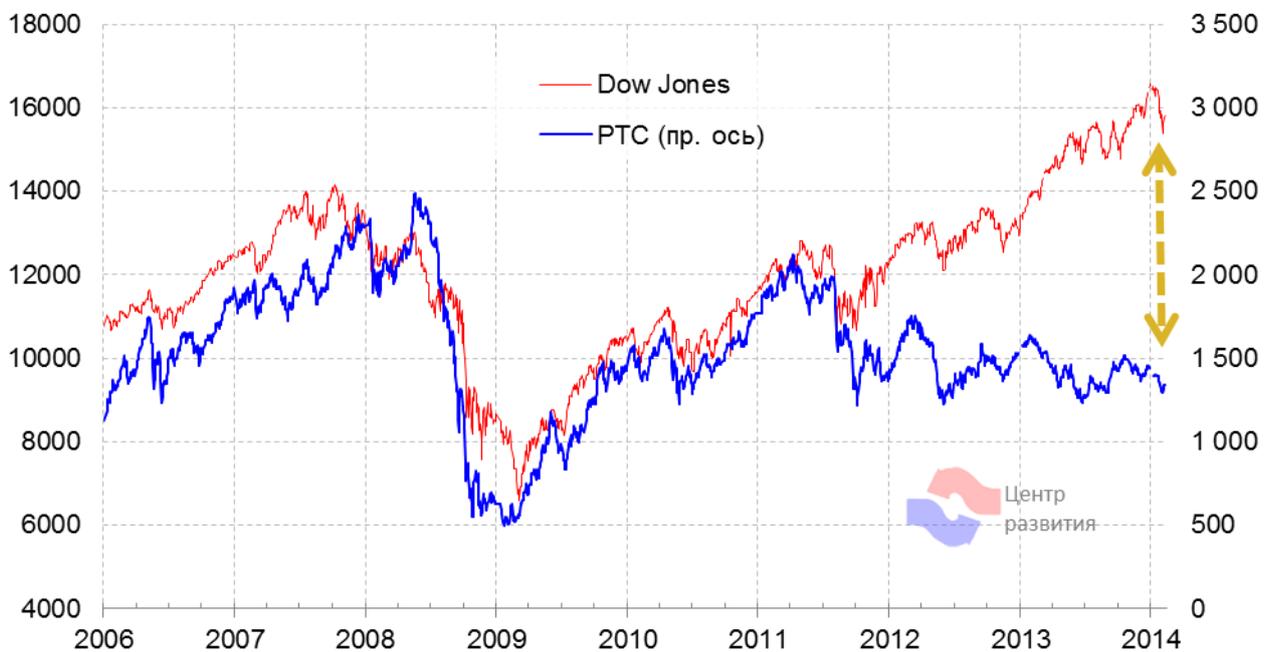
Показатели состояния обрабатывающих отраслей
(рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



Динамика фондовых индексов

NEW



Динамика индексов доходности облигаций в России и в развивающихся странах (спрэд к доходности облигаций UST-10Y), в базисных пунктах

КОММЕНТАРИИ К «КАРТИНКАМ»

^[1] Равновесная цена на нефть – расчётная цена на нефть, при которой достигается нулевое значение сальдо счёта текущих операций (сезонно сглаженного).

^[2] Данные по сальдо счёта текущих операций за октябрь-декабрь 2013 г. и данные по импорту и экспорту за декабрь 2013 г. являются оценками Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

^[3] В базовой инфляции (БИПЦ) по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию, яйца и алкогольные напитки, из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия и табачную продукцию, из числа услуг – на транспортные, жилищные, коммунальные, образовательные, санаторно-оздоровительные и услуги дошкольного воспитания; все значения по правой оси (год к году) с относительно небольшой погрешностью соответствуют значениям на левой шкале (месяц к месяцу), приведённым в годовое представление.

^[4] НДС внутренний – НДС, уплаченный с товаров, реализованных внутри страны, за исключением вычетов с ввозимых товаров; акцизы внутренние – акцизы, уплаченные с товаров, произведённых на территории России; налог на импорт – сумма внешних акцизов, внешнего НДС и ввозных пошлин.

^[5] Единый социальный налог, начиная с 2010 года, не взимается.

Источники: Росстат, Банк России, Казначейство, Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ, Chicago Mercantile Exchange, Cbonds, банковская отчётность.

Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

Александр Громов

Кристина Евтифьева

Вадим Канофьев

Николай Кондрашов

Алексей Кузнецов

Валерий Миронов

Дмитрий Мирошниченко

Алексей Немчик

Сергей Пухов

Сергей Смирнов

Владимир Суменков

Алёна Чепель

Андрей Чернявский

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

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

НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»: тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: 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.

Исследование осуществлено в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2014 году