



# Комментарии о Государстве и Бизнесе

⊕ 89

28 февраля –  
13 марта 2015 г.

## БЮДЖЕТ – ТОЧКА НЕВОЗВРАТА

### КОММЕНТАРИИ

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА	Опережающие индикаторы США и еврозоны: продолжение роста
ДЕНЬГИ И ИНФЛЯЦИЯ	Рост цен стремительно замедляется
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Инвестиционный провал подталкивает к рецессии
ПЛАТЁЖНЫЙ БАЛАНС	В феврале спрос на валюту превысил предложение
БЮДЖЕТ	Поправки в бюджет на 2015 год

### ЭКОНОМИКА В «КАРТИНКАХ»

## **Бюджет – точка невозврата**

*Правительство внесло в Госдуму поправки в федеральный бюджет на 2015 год, предусматривающие увеличение запланированного дефицита с 430,7 млрд руб. до 2675 млрд руб. в условиях ожидаемого сокращения доходов на 2,5 трлн рублей по сравнению с планом. Поправки предусматривают возможность расходования в 2015 году на покрытие дефицита и выпадающих источников финансирования более 3 трлн руб. из Резервного фонда. Оценки Минфина выглядят довольно реалистичными, при условии, что среднегодовые значения цен на нефть и валютного курса окажутся близки к их текущим значениям (50 долл./барр. и 60-62 руб./долл.).*

*Хотя рассматриваемые в настоящее время поправки касаются только 2015 года, на наш взгляд, их конфигурация существенно снижает пространство выбора бюджетной политики и в последующие годы в том (очень вероятном!) случае, если российской экономике и дальше придётся существовать в условиях низких цен на нефть (50-60 долл./барр.) и секторальных санкций. В ходе работы над поправками 2015 года был проведён жёсткий (около 1 трлн руб.) секвестр расходов по большинству разделов и программ в сферах экономики, образования, здравоохранения, развития культуры и социальной сферы. Тем не менее, после завершения Минфином этой работы было принято решение о расходовании полученной экономии практически в полном объёме на дополнительную индексацию пенсий и выплат силовикам. Новые расходы потребовались и на обслуживание внешнего и внутреннего долга. При этом многие мероприятия антикризисного плана правительства, разработанные с целью*

*стимулировать оживление в экономике, практически не получили финансирования. Общий объём расходов в номинальном выражении по сравнению с планом был снижен всего на 298 млрд рублей. На наш взгляд, проведённый «бюджетный манёвр», несмотря на стремление Минфина к экономии, в итоге лишь в очередной раз ухудшил структуру бюджетных расходов. С одной стороны, в составе расходной части бюджета вновь увеличилась доля «несокращаемых» статей. С другой стороны, резко снизились возможности для ужесточения бюджетного правила и проведения нового раунда снижения расходов в 2016-2017 гг. даже в случае острой необходимости. (Все реальные сокращения уже произведены в 2015 году).*

*В случае сохранения траектории низких цен на нефть в 2016 году объём доходов бюджета, по нашей оценке, вырастет примерно до 13,4 трлн руб. (преимущественно за счет доходов инфляционного характера). В то же время финансирование бюджетных расходов даже в соответствии с умеренной траекторией, заложенной в президентском послании (сокращение расходов в реальном выражении на 5%), будет означать их рост в номинальном выражении примерно до 16 трлн рублей. Таким образом, дефицит федерального бюджета в следующем году не снизится (2,6 трлн руб.), и его финансирование приведёт к полному исчерпанию средств Резервного фонда.*

*Правительство, возможно, твёрдо рассчитывает на возобновление роста нефтяных цен хотя бы к 2017 году, однако*

*если этого не произойдёт, в его распоряжении не будет иных ресурсов, кроме остатков ФНБ. В принципе, имеющихся на данный момент свободных средств последнего достаточно для того, чтобы финансировать дефицит бюджета при умеренной траектории расходов ещё в течение двух лет. Однако в этом случае необходимо заранее отказаться от всех альтернативных вариантов его использования. В первую очередь, это касается возможностей возвратных инвестиций в финансовые активы и инфраструктурные проекты. Также под вопросом возможности использования средств ФНБ на поддержку институтов развития*

*и банков в рамках антикризисного плана, не говоря уже об оказании помощи компаниям (таким как «Роснефть»), испытывающим проблемы с рефинансированием внешних долгов в условиях секторальных санкций. Ещё недавно за средствами ФНБ стояла очередь, но сейчас его ресурсы являются последним резервом, за которым остаются лишь варианты долгового или эмиссионного финансирования бюджетного дефицита.*

*Наталья Акиндинова*

# Комментарии

## Мировая экономика

### 1. Опережающие индикаторы США и еврозоны: продолжение роста

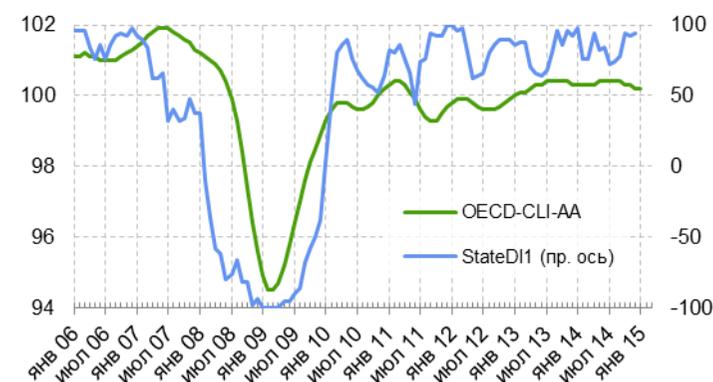
#### США: некоторое замедление после экстремально быстрого роста

В США динамика опережающих индикаторов ясно указывает на продолжение роста:

- сводный опережающий индекс CLI ОЭСР с января 2013 г. превышает 100 пунктов, что указывает на продолжение роста. В январе 2015 г. он составил 100,2; это немного ниже, чем было летом прошлого года (100,4);
- показатель PMI американского Института менеджеров по снабжению (The Institute for Supply Management) находится на уровне выше «порогового» значения 50 пунктов (в феврале – 52,9); с другой стороны, в сравнении августом-ноябрем 2014 г. произошло явное снижение;
- индекс предпринимательских ожиданий GAC, рассчитываемый Федеральным резервным банком Филадельфии, остается заметно выше нуля (в феврале – 5,2), но заметно ниже, чем он был в ноябре-декабре.

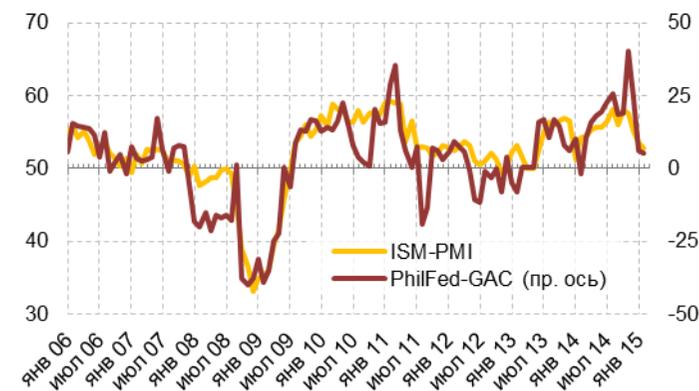
В целом никакой альтернативы продолжению роста в США не просматривается, хотя сам этот рост может замедлиться, во всяком случае, по сравнению с серединой прошлого года. Что, впрочем, неудивительно, если вспомнить, что во втором и третьем кварталах прошлого года темп прироста реального ВВП достигал 4,6–5,0% в годовом исчислении.

Рис. 1.1. США: Сводный опережающий индекс ОЭСР и Региональный диффузный индекс экономической активности



Источник: OECD, FRB of Philadelphia.

Рис. 1.2. США: Индекс менеджеров по продажам (PMI) и индекс предпринимательских ожиданий (GAC)

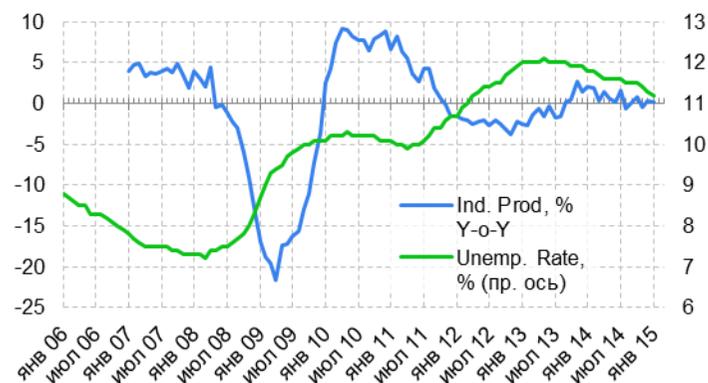


Источник: The Institute for Supply Management, FRB of Philadelphia.

### Еврозона: ускорение роста

В январе 2015 г. в еврозоне промышленное производство немного выросло (0,2% год к году), но в целом в течение последних пяти кварталов в промышленности фактически наблюдается стагнация. Правда, при этом довольно устойчиво снижается безработица (до 11,2% от численности рабочей силы в январе), что всё-таки указывает на оживление конъюнктуры.

**Рис. 1.3. Еврозона: Динамика индекса промышленного производства и уровень безработицы**

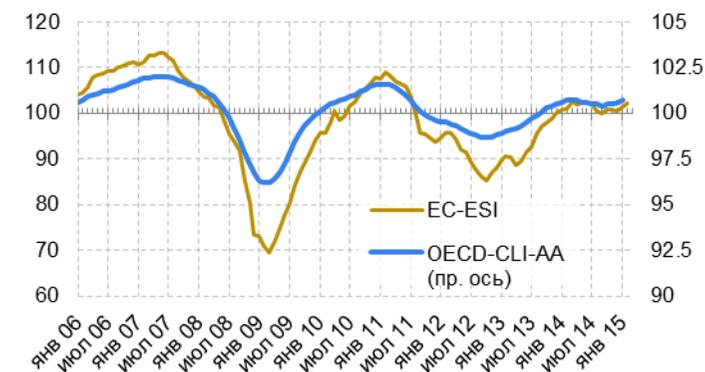


Источник: Eurostat.

Опережающие индикаторы дают дополнительные поводы для оптимизма:

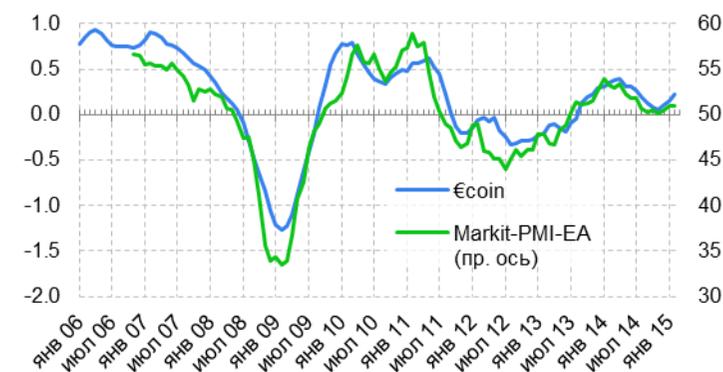
- индекс экономических настроений, основанный на опросах Европейской комиссии, в феврале вырос до 102,1, то есть оказался выше долгосрочного среднего за 1990–2011 гг. (оно принято за 100 пунктов); иначе говоря, сейчас предпринимательские настроения несколько лучше, чем в среднем за указанные двадцать с лишним лет. Некоторое ухудшение настроений, наблюдавшееся летом прошлого года, похоже, осталось в прошлом;

**Рис. 1.4. Еврозона: Индекс экономических настроений (ESI) и сводный опережающий индекс (CLI)**



Источник: Eurostat, OECD.

**Рис. 1.5. Еврозона: Индекс экономической активности €-coin и индекс менеджеров по продажам (PMI)**



Источник: CEPR, Markit Economics.

- сводный опережающий индекс CLI ОЭСР также уже четыре месяца растёт, превышая при этом пороговое значение 100% (это указывает на то, что экономика еврозоны находится в фазе циклического роста);
- показатель экономической активности €-coin в феврале вырос до 0,23 (максимум с июля прошлого года). Положительное значение этого индикатора говорит о росте экономики;
- наконец, показатель PMI, рассчитываемый Markit Economics, в феврале составил 51%, что выше «порогового» уровня 50 пунктов, соответствующего росту производства; при этом он пятый месяц подряд (с октября по февраль) демонстрирует позитивную динамику.

Таким образом, все опережающие индикаторы указывают на продолжение и даже возможное ускорение роста экономики еврозоны.

*Сергей Смирнов*

## **Деньги и инфляция**

### ***2. Рост цен стремительно замедляется***

---

*В феврале 2015 года потребительские цены продолжили отыгрывать девальвацию, завершившуюся в январе, но их рост замедлился – январский взлёт цен остался пиковым. И хотя темп годовой инфляции по итогам февраля достиг 16,7%, укрепление рубля и спад продаж способствуют существенному торможению ценовой динамики.*

Согласно данным Росстата, за февраль потребительские цены выросли на 2,2%, а всего за последние 12 месяцев – на 16,7%. С точки зрения направления ценовой динамики это хорошие новости: самое сильное повышение цен произошло в

январе (3,9%), и теперь месячная инфляция перешла к снижению. Однако рост цен остаётся по-прежнему выше, чем в прошлом году, поэтому скользящий темп годовой инфляции продолжил расти – ещё в декабре он был 11,4%, а в январе – 15,0%. При этом февральский темп годовой инфляции (16,7%), как и январский темп текущей инфляции (3,9%), стали рекордными с 2002 и 1999 гг. соответственно.

**Таблица 2.1. Динамика ключевых индикаторов инфляции, в %**

	2014											2015	
	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	январь	фев
<i>В приростах за месяц</i>													
Инфляция	0,7	1,0	0,9	0,9	0,6	0,5	0,2	0,7	0,8	1,3	2,6	3,9	2,2
Базовая инфляция (Росстат)	0,5	0,8	0,9	0,8	0,8	0,6	0,6	0,9	0,8	1,0	2,5	3,5	2,3
Базовая инфляция (ЦР)	0,5	0,8	0,9	0,9	0,7	0,5	0,6	0,8	0,8	1,0	2,6	3,7	2,4
Базовая инфляция (Росстат), с.у.	0,5	0,8	1,0	1,0	0,9	0,7	0,6	0,7	0,7	1,0	2,7	3,5	2,4
Базовая инфляция (ЦР), с.у., в т.ч.	0,5	0,7	0,9	0,9	0,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,9	2,7	3,7	2,4
продовольственные товары, с.у,	0,7	1,1	1,4	1,7	1,4	1,0	1,0	1,2	0,9	1,3	2,4	4,1	3,1
непродовольственные товары, с.у,	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	2,7	3,5	2,3
платные услуги, с.у,	0,7	0,5	0,9	0,6	0,6	0,5	0,6	0,4	0,9	1,1	3,8	3,3	0,9
Непродовольственная базовая инфляция (ЦР), с.у.	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,7	3,0	3,5	1,9
<i>В приростах за год</i>													
Инфляция	6,2	6,9	7,3	7,6	7,8	7,4	7,5	8,0	8,3	9,1	11,4	15,0	16,7
Базовая инфляция (Росстат)	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	7,8	8,0	8,2	8,4	8,9	11,2	14,7	16,8
Базовая инфляция (ЦР)	4,9	5,3	5,9	6,5	7,0	7,3	7,5	7,7	8,1	8,6	11,0	14,6	16,8

*Примечание.* С.у. – сезонность устранена.

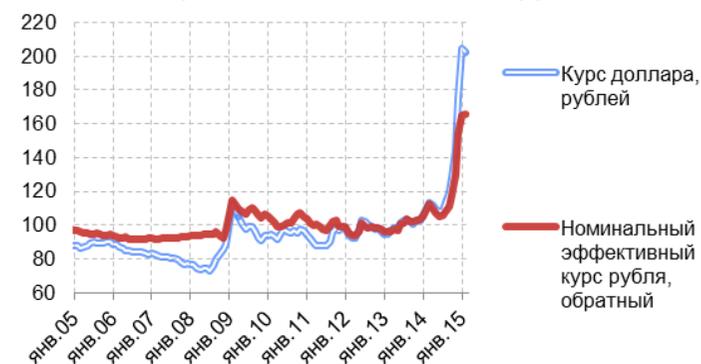
В базовой инфляции (БИПЦ) по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию, яйца и алкогольные напитки, из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия и табачную продукцию, из числа услуг – на транспортные, жилищные, коммунальные, образовательные, санаторно-оздоровительные и услуги дошкольного воспитания.

*Источник:* CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Замедление текущей инфляции в феврале наблюдалось во всех трёх основных ценовых агрегатах. В первом, продовольствии, сезонно сглаженный рост цен замедлился до 2,9% с 5,1% в январе. При этом по большинству продовольственных групп замедление происходило равномерно и умеренно, но отдельные товары выбивались из общего ряда. Так, стоимость сахара после роста в полтора раза за три месяца (с ноября по январь) в феврале даже снизились (на 0,5%), а цены на некоторые продукты, напротив, стали дорожать ещё быстрее: молоко и молочная продукция (рост цен на 2,7% в феврале против 2,4% в январе, сезонность устранена), кондитерские изделия (4,2% против 3,7%), чай и кофе (6,5% против 6,0%). Так или иначе, отыгрыш большей части полторакартной девальвации (51% в феврале к февралю 2014 г., если смотреть по номинальному эффективному курсу рубля, в обратном представлении – рис. 2.1, 2.2) и негативного эффекта продовольственных контрсанкций уже произошёл. По состоянию на конец февраля темп накопленного за 12 месяцев роста продовольственных цен составил 20,7% против 23,3% в январе.

Рост цен на непродовольственные товары замедлился до 2,1% с пиковых 3,2% в январе – здесь инфляционный скачок оказался меньше, чем в продовольствии. Среди непродовольственных товаров обычно синхронно с колебанием курса меняются цены на электронику и автомобили. Однако на фоне завершения к февралю девальвации рубля сильно опустился темп роста цен лишь на телерадиотовары (с 3,3% до 0,8%, сезонность устранена) и компьютеры (с 3,6% до 1,1%). В остальных группах непродовольственных товаров, традиционно наиболее оперативно реагирующих на курс рубля (средства связи, электротовары, автомобили), цены тоже замедлили рост, но не так сильно – примерно вдвое относительно январского роста. Далее, цены на все остальные товары, менее оперативно реагирующие на курс, либо продолжили расти прежним темпом, либо замедлили рост, но менее чем вдвое. Таким образом, говорить о «повальном» переломе ценовой динамики пока рано. При этом с социальной точки зрения особенно опасно то, что из числа непродовольственных товарных групп сильнее всего за последние три месяца выросли цены на лекарства – на 12,7% (!), и

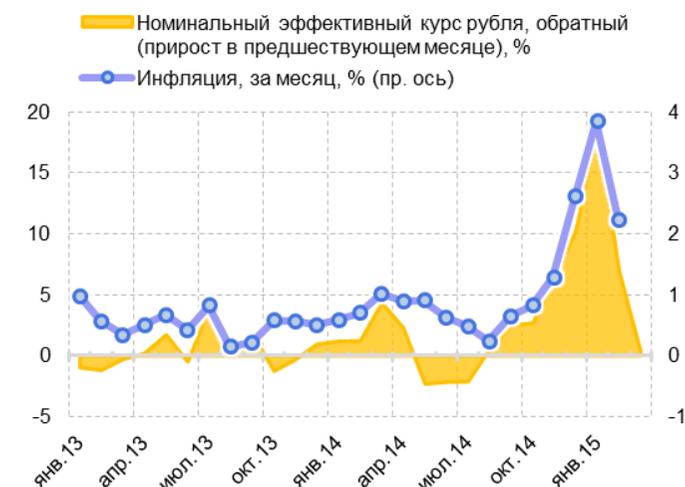
**Рис. 2.1. Динамика номинального курса рубля (100 = 2013 г., рост индекса – ослабление рубля)**



Примечание. Последняя точка – февраль 2015 г.

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

**Рис. 2.2. Краткосрочное влияние курса рубля (показан на графике с запаздыванием в 1 месяц) на инфляцию**



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

замедление идёт не очень быстро – с 6,5% в январе до 4,6% в феврале. А всего за последние 12 месяцев рост цен на медикаменты составил целых 25%!

Платные услуги населению также стали дорожать медленнее. Если в декабре и январе рост цен составлял по 2,2% в месяц (без устранения сезонности), то в феврале – уже 0,8%. Примерно схожую динамику показывает и сезонно сглаженный базовый индекс платных услуг (т.е. за вычетом ряда компонент с наиболее сильным регулированием государства). Наиболее сильное замедление произошло в тех услугах, которые сильнее остальных отреагировали на девальвацию в предшествующие месяцы: услуги зарубежного туризма (до 0,9% в феврале против суммарного роста цен на 30% в ноябре-январе) и страхования (до 1,5% против 15,5% в ноябре-январе).

Подводя итоги, отметим, что, несмотря на благоприятный перелом в ценовой динамике по всем трём ценовым агрегатам, пока сохраняется давление на цены во многих группах товаров и услуг. Тем не менее есть и две хорошие новости. Во-первых, рубль во второй половине февраля и в первой половине марта укреплялся. Во-вторых, оперативные оценки недельной инфляции Росстата говорят о резком замедлении инфляционной динамики – до темпа 0,2% в неделю на протяжении последних двух недель. Если оценки Росстата окажутся верны<sup>1</sup>, то это может свидетельствовать о том, что спад продаж и крепнущий рубль делают своё дело: текущая инфляция снижается и, возможно, февральский годовой темп инфляции в 16,7% не будет превзойдён.

Несмотря на это, долгосрочность последствий произошедшей девальвации не стоит преуменьшать – она будет препятствовать снижению инфляции на протяжении всего года. А поскольку Банк России уже во второй раз снизил ключевую ставку (до 14,0% с 16 марта; ранее, 2 февраля, – с 17,0% до 15,0%), во втором полугодии могут начать сказываться и монетарные факторы. Хотя

---

<sup>1</sup> Напомним, оценки Росстата недельной инфляции, рассчитываемые на основе данных о ценах на 64 вида важнейших товаров и услуг, позволяли оценивать инфляцию за январь 2015 г. на уровне около 2,7%, однако месячная оценка инфляции за январь составила 3,9%.

снижение ставки на 1 п.п. сейчас в целом соответствует инфляционным ожиданиям, процесс понижения ставки не должен происходить слишком быстро. Вероятность сохранения двузначной инфляции в ближайшие полтора года всё ещё слишком велика.

*Николай Кондрашов*

## Реальный сектор

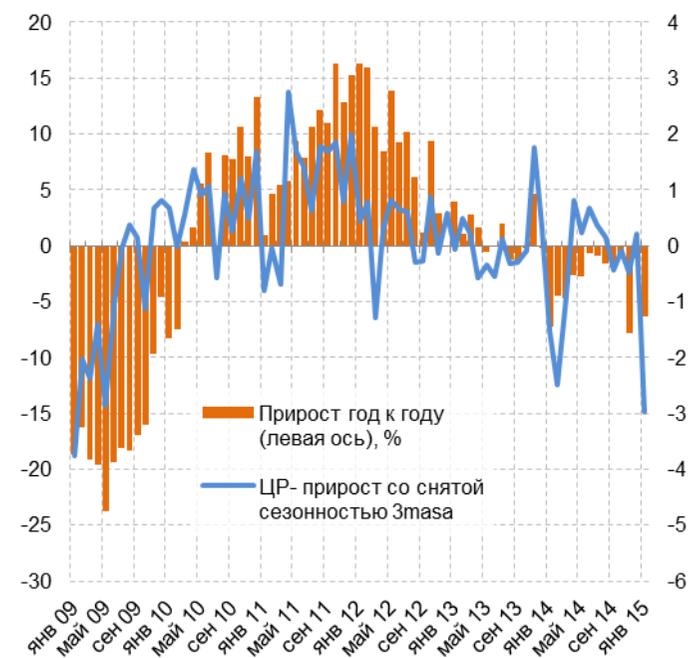
### 3. Инвестиционный провал подталкивает к рецессии

*Инвестиционный провал в четвертом квартале 2014 года, на который указывают недавно опубликованные данные Росстата, стал дополнительным фактором сползания в рецессию. При этом отнюдь не очевидно, что здесь смогут помочь форсированные траты национальных резервных фондов: во-первых, нет достоверных данных о загрузке мощностей, во-вторых, на мировом рынке нефти доминируют негативные тенденции.*

Как показывает проведённый нами более года назад анализ рецессионных эпизодов в странах ОЭСР с начала 1990-х годов<sup>2</sup>, одним из эмпирических признаков наступающей автономной рецессии (под которой понимается падение выпуска – со снятой сезонностью – в течение, по крайней мере, двух кварталов подряд) является падение инвестиций в основной капитал. До последнего времени сохранялась определенная интрига: хотя ежемесячные оценки Росстата по полному кругу предприятий и с досчётом на неформальную деятельность указывали (см. рис. 3.1) на падение инвестиций (от минус 7,3% год к году в январе 2014 года до минус 0,8% в октябре), данные прямой квартальной отчётности

<sup>2</sup> В. Миронов, В. Канофьев. Грозная рецессия и как с ней бороться: эмпирический анализ российских реалий и мирового опыта // Вопросы экономики. 2014, №1. С. 78–107.

**Рис. 3.1. Динамика инвестиций в основной капитал по экономике в целом, прирост к тому же месяцу предыдущего года и к предыдущему месяцу со снятой сезонностью (трехмесячная скользящая средняя – 3 masa), в %**



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

компаний говорили о сохранении роста совокупных инвестиций на протяжении трёх первых кварталов (за январь-сентябрь они выросли на 2,3%).

Однако недавно опубликованные данные по итогам года оказались разочаровывающими: минус 4,3% за январь-декабрь 2014 года. По нашим оценкам, это означает, что в четвертом квартале инвестиции крупных и средних компаний «обрушились» более чем на 16% год к году после прироста примерно на 5, 2 и 3% в предшествующие три квартала (см. табл. 3.1). В наибольшей степени в четвёртом квартале сократились инвестиции в инфраструктурные отрасли (железнодорожный транспорт, телекоммуникации, электро- и теплоэнергетика), а также в строительство, металлургию и сельское хозяйство.

Падение в четвертом квартале инвестиций в сельское хозяйство почти на 5% год к году может затруднить как импортозамещение иностранных продуктов на внутреннем рынке, так и выход сельхозпродукции на внешние рынки (после девальвации рубля она подешевела в валютном выражении). В машиностроительном сегменте промышленности динамика инвестиций в конце года осталась в положительной области (около 11% прироста год к году в четвёртом квартале), но она раза в полтора замедлилась по сравнению с предшествующими тремя кварталами. Это может отражать как высокую зависимость российского машиностроения от импортных комплектующих (что нивелирует положительное влияние девальвации рубля на издержки в валютном выражении), так и удорожание банковских кредитов.

Лишь в некоторых секторах обрабатывающей промышленности (прежде всего, в пищевой промышленности и в лесохимическом комплексе) инвестиции в четвертом квартале быстро росли (см. табл. 3.1).

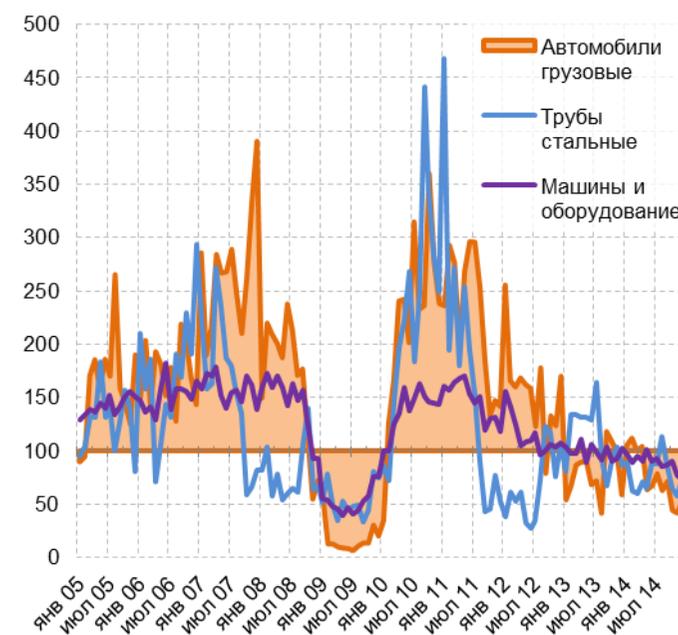
**Таблица 3.1. Прирост инвестиций в основной капитал год к году поквартально и их доля в инвестициях экономики в целом по отчётности крупных и средних компаний в 2014 году, %**

	Доля в инвестициях экономики в целом, %				Прирост инвестиций к тому же периоду прошлого года (расчётно), %			
	1 кв. 2014	2 кв. 2014	3 кв. 2014	4 кв. 2014	1 кв. 2014	2 кв. 2014	3 кв. 2014	4 кв. 2014
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	5,6	2,3	3,1	-16,4
Сельское хозяйство	3,0	3,7	3,2	2,9	-2,1	5,6	-4,5	-4,6
Добыча полезных ископаемых	24,7	22,5	20,5	17,7	8,5	4,8	10,7	9,9
Обрабатывающие производства в целом	19,6	18,9	18,2	16,1	2,2	14,7	-0,7	3,2
производство пищевых продуктов	2,2	2,3	2,1	2,0	8,3	8,5	3,1	20,5
лесохимический комплекс	9,5	9,1	8,8	6,9	12,4	33,9	-4,6	26,6
металлургия	2,7	2,3	2,1	1,6	-7,6	-7,8	-1,5	-11,4
машиностроение в целом	3,6	3,4	3,0	3,4	19,7	13,6	9,6	10,9
Электро- и теплоэнергетика	8,9	10,7	11,3	11,4	-0,9	0,5	-1,7	-14,1
Строительство	4,2	0,8	2,4	1,6	69,4	-57,3	62,0	-15,6
Транспорт и связь	19,8	20,5	21,0	21,8	7,2	-6,0	-0,6	-15,2
ж/д транспорт	2,8	2,9	3,4	3,6	-11,0	-34,0	-0,3	-22,8
трубопроводы	6,1	8,0	6,9	7,1	-1,5	21,2	16,7	20,3
Операции с недвижимым имуществом, аренда и услуги	9,6	11,0	11,1	11,0	10,2	35,3	19,1	1,7
Социальные услуги в целом	2,0	2,9	3,6	5,2	-13,8	-12,0	-10,6	-0,9
Торговля	3,5	2,3	2,6	4,2	21,9	-9,9	-2,3	14,5

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

Иногда говорят, что происходящее в российской экономике обвальное падение инвестиций и сокращение импорта продукции инвестиционного назначения (см. рис. 3.2) не столь уж и страшны. Мол, уровень загрузки производственных мощностей в российской промышленности невелик, поэтому стимулирование внутреннего спроса со стороны государства и/или ускоренный выход российских

**Рис. 3.2. Динамика импорта (в долларах США) товаров инвестиционного назначения в январе 2005-декабре 2014 года, прирост к тому же месяцу предыдущего года, в %**



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

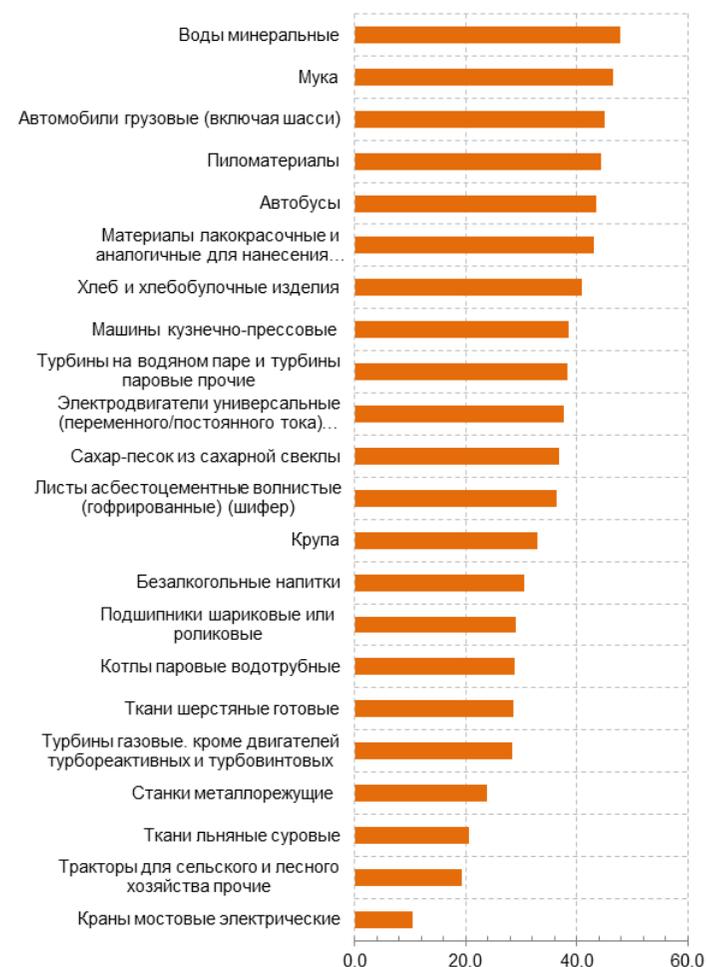
компаний на внешние рынки – после двукратной девальвации и в условиях роста мировой экономики – позволят поддержать выпуск отечественных предприятий.

Однако нам утверждения о низкой загрузке мощностей не кажутся полностью убедительными. С одной стороны, согласно доступным данным Росстата за 2013 год, из 59 видов продукции по 55 видам уровень загрузки производственных мощностей был ниже 85% (это можно считать полной загрузкой в рыночной экономике), причём по 22 из них он был даже ниже 50% (см. рис. 3.3). При этом средневзвешенный уровень загрузки (с учётом доли производства отдельных товаров в добавленной стоимости промышленности в целом) по этой выборке, по нашим оценкам, составлял в 2013 году лишь около 74%. С другой стороны, совокупная доля всех 59 товарных позиций, по которым есть данные, составляет, по нашим оценкам, лишь около 27% совокупной добавленной стоимости промышленности, а доля тех позиций, где загрузка составляет менее 85%, и вовсе не превышает 15%. Таким образом, тезис о низкой загрузке мощностей в промышленности может рассматриваться лишь как гипотеза.

Альтернативой стимулированию текущего спроса и наращиванию выпуска на существующих мощностях является концентрация усилий на проведении структурных реформ, а также на снижении инфляции в среднесрочной перспективе до 4% (сейчас она приближается на потребительском рынке к 17%).

Как показывают новые данные Росстата, задача снижения инфляции, действительно, в последние годы становится всё более актуальной. Это связано с нарастающим разрывом между снижающимся уровнем рентабельности оборота в большинстве секторов промышленности и растущей средней ставкой по рублёвым кредитам предприятиям (она не в последнюю очередь зависит от темпов инфляции и инфляционных ожиданий). Тенденция к снижению доступности кредита – с точки зрения уровня рентабельности текущей деятельности большинства несырьевых секторов промышленности – наметилась задолго до второй половины 2014 года (см. табл. 3.2).

**Рис. 3.3. Товарные позиции с наименьшей загрузкой мощностей (до 50%) в экономике России по данным Росстата за 2013 год, в %**



Источник: Росстат.

**Таблица 3.2. Индикатор доступности кредита, понимаемый как разница рентабельности отгрузки секторов промышленности и средней ставки по кредитам в рублях, по промышленности в целом по данным РЭБа**

	Доступность кредита = реальная кредитная рентабельность оборота (%рент. - % кредита), %							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	8,7	3,8	3,5	8,8	12,8	8,5	4,6	13,1
Добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических	17,6	14,8	1,3	18,1	27,5	21,9	11,0	10,3
Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	-6,1	-7,2	-9,1	-7,3	-6,8	-5,7	-7,2	-7,9
Текстильное и швейное производство	-9,6	-11,3	-14,6	-12,5	-8,7	-7,6	-9,6	-10,3
Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	-6,3	-8,6	-13,8	-11,0	-8,8	-8,4	-9,6	-13,7
Обработка древесины и производство изделий из дерева	-6,8	-15,2	-19,8	-12,8	-11,4	-8,5	-10,1	-16,0
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	-4,5	-9,0	-11,0	-5,7	-5,2	-5,2	-8,7	-10,3
Производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов	24,8	15,5	7,4	5,5	6,3	4,6	-2,9	-7,9
Химическое производство	2,7	6,6	-8,7	-0,8	4,7	4,6	-3,4	-11,2
Производство резиновых и пластмассовых изделий	-3,9	-10,4	-13,3	-9,9	-7,3	-6,1	-8,0	-11,5
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	7,5	-3,0	-12,5	-9,7	-4,6	-2,5	-7,2	-12,8
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	10,7	5,4	-5,2	0,7	-1,5	-2,0	-5,7	-6,4
Производство машин и оборудования	-5,5	-6,9	-9,9	-8,2	-6,6	-6,2	-7,7	-10,3
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	-4,8	-7,0	-11,9	-7,7	-5,7	-6,1	-6,7	-6,7
Производство транспортных средств и оборудования	-6,4	-13,5	-23,2	-12,1	-7,0	-7,4	-9,1	-12,5
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-5,3	-8,1	-7,4	-2,0	-7,8	-5,9	-9,0	-8,4

*Примечание:* рентабельность отгрузки рассчитана как соотношение балансовой прибыли и объема отгруженной продукции и выражено в %.

*Источник:* CEIC Data, Российский экономический барометр (РЭБ), расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

По итогам 2014 года уровень рентабельности выпуска оказался выше среднего уровня кредитной ставки в рублевом выражении лишь в добыче полезных ископаемых, хотя ещё несколько лет назад такая же картина наблюдалась в нефтепереработке, химии, производстве стройматериалов и в металлургии. Конечно, доступность кредитов как источника финансирования текущей деятельности и инвестиций определяется не только уровнем рентабельности оборота. Однако значимость этого фактора высока, а в условиях санкционных ограничений на внешних финансовых рынках становится ещё более высокой. Если в 2013 году положительную рентабельность демонстрировали все шестнадцать укрупненных секторов промышленности, то по итогам 2014 года четыре из них (производство кожи и обуви, деревообработка, производство стройматериалов и производство транспортных средств и оборудования) уже показали отрицательную рентабельность.

При этом, хотя средняя рентабельность по промышленности в целом осталась практически неизменной (8,5% в 2014 году против 8,5% в 2013 году), в обрабатывающей промышленности она вдвое упала (до 3% с 6% в среднем в 2013 году), а в добыче, наоборот, выросла до 25% с 17%. Это говорит об углублении «сырьевого перекаса», который происходит на фоне девальвации рубля и снижении инвестиций из-за структурных проблем и роста неопределенности.

Эта неопределенность связана, в числе прочего, с возможностью дальнейшего падения цен на нефть из-за перегруженности долгами нефтяных компаний во многих странах мира. Как показывают данные анонсированного доклада Банка международных расчётов<sup>3</sup>, падение нефтяных котировок заставляет компании увеличивать добычу для роста «кэш-флоу», что порождает порочный круг превышения спроса над предложением. Бремя задолженности корпораций на мировом нефтяном рынке негативным образом влияет на их платежеспособность и ликвидность. Уменьшение цен на нефть ведет к снижению стоимости активов компаний, а уменьшение денежных потоков увеличивает риски дефицита

<sup>3</sup> [http://www.bis.org/statistics/gli/glibox\\_feb15.htm](http://www.bis.org/statistics/gli/glibox_feb15.htm)

ликвидности. Проблема усугубляется тем, что своп-дилеры не хотят сотрудничать с нефтяными компаниями, что увеличивает финансовые риски компании. В связи со сложившейся ситуацией нефтяные компании стараются нарастить темпы нефтедобычи, однако спрос не растёт такими же темпами.

Неожиданного роста цен, который бы избавил нефтегазовые компании от долга, также не предвидится. Ведущие мировые агентства (EIA, IEA, World Bank, Futures, IMF) предполагают, что уровень цен в 2015 году будет находиться в пределах 55–60 долл./барр., а в 2016-м – 60–70 долл./барр.<sup>4</sup>. По идее это должно заставить экономики, зависимые от цен на нефть, выбрать новый курс и диверсифицировать основную экономическую деятельность, уйдя, наконец, от сырьевой зависимости. Ведь высока вероятность того, что, в силу развития новых технологий добычи, позволяющих более оперативно подстраивать предложение под спрос, закончившийся в прошлом году очередной супер-цикл на рынке нефти, начавшийся в начале 2000-х годов, может стать последним в его истории.

*Валерий Миронов, Алексей Немчик*

## Платёжный баланс

### ***4. В феврале спрос на валюту превысил предложение***

*К началу марта 2015 года уровень международных резервов Банка России снизился до 360 млрд. долл., главным образом за счёт продажи валюты участникам рынка через операции РЕПО. Чистый отток капитала частного сектора, по нашим оценкам, в феврале превысил 17 млрд. долл. и с начала года составил около 25 млрд. долл.*

---

<sup>4</sup> The Great Plunge in Oil Prices: Causes, Consequences, and Policy Responses// John Baffes, M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge, and Marc Stocker. World Bank Group. March 2015.

В феврале стоимость экспорта товаров, согласно нашим оценкам, превысила 29 млрд. долл. По сравнению с предыдущим месяцем стоимость экспортируемого топлива практически не изменилась (около 19 млрд. долл., рис. 4.1), а по сравнению с февралём прошлого года – снизилась на 22%. При этом среднемесячная цена барреля российской нефти в феврале оказалась на уровне 57,9 долл. (на четверть выше предыдущего месяца и почти в два раза ниже, чем годом ранее)<sup>5</sup>.

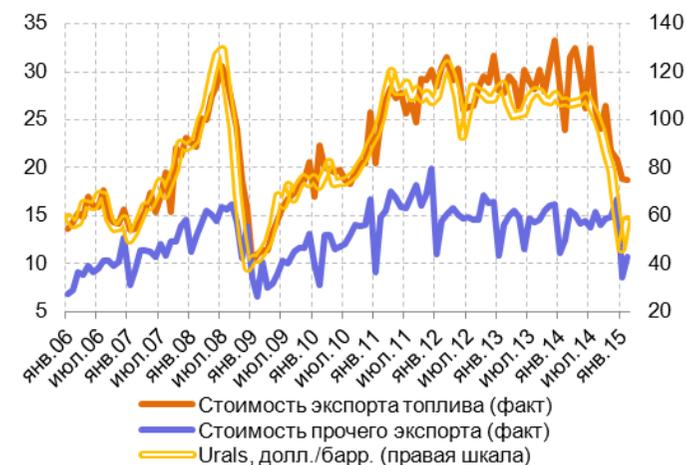
Стоимость прочего (нетопливного) экспорта в феврале составила около 10 млрд. долл., что на 15% ниже прошлогодних показателей, главным образом, за счёт ценовой компоненты. Изменение в годовом выражении стоимостных объёмов этой товарной группы соответствует динамике индекса цен на нетопливные товары, ежемесячно публикуемой МВФ (рис. 4.2). Как видно из графика, годовые темпы роста обоих показателей близки друг к другу, особенно в последние три года.

Стоимость импорта товаров в феврале, по нашим оценкам, снизилась до 17 млрд. долл., или на 30% по сравнению с прошлым годом (рис. 4.3). В наибольшей степени пострадал импорт наземного транспорта из стран дальнего зарубежья (-59% год к году) из-за падения покупательной способности населения вследствие девальвации рубля и высокой стоимости кредитов, и импорт продовольствия (-44%) из-за введённых Россией антисанкций. В случае стабилизации рубля и, тем более, его укрепления (после семимесячного непрерывного ослабления рубля в феврале реальный эффективный курс вырос на 2,1%), сокращение импорта будет замедляться за счёт реализации отложенного спроса.

В результате торговый профицит в феврале текущего года (почти 13 млрд. долл.) хотя и снизился по сравнению с предыдущим месяцем, но остаётся выше

<sup>5</sup> В отсутствии данных Минэнерго по экспорту продукции ТЭКа за февраль, мы предположили рост физических объёмов экспорт нефти и нефтепродуктов по сравнению с январскими данными таможенных органов, при одновременном снижении объёмов экспорта газа на фоне снижающихся цен на голубое топливо (из-за полугодового лага к нефтяным ценам).

Рис. 4.1. Стоимость экспорта товаров, млрд. долл.



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

прошлогодних значений. С учётом дефицита по неторговым операциям (включает в себя баланс услуг, доходов, оплаты труда и трансфертов – в совокупности примерно 7 млрд. долл.) положительное сальдо счета текущих операций (СТО) в феврале опустилось ниже 6 млрд. долл. Можно было бы признать такой показатель СТО вполне комфортным для российской экономики (в годовом выражении – более 7% ВВП в текущем году), если бы не возросший отток капитала.

За февраль международные резервы Банка России снизились более чем на 11 млрд. долл. (за вычетом валютной переоценки). При этом регулятор в этом месяце не проводил валютных интервенций, как это было в январе, а потребность частного сектора в валюте обеспечил за счёт возвратных операций, в основном, валютного РЕПО (8,8 млрд долл.). Таким образом, чистый отток капитала частного сектора в феврале увеличился до 17 млрд. долл. (профицит СТО + снижение валютных резервов), что в два раза выше, чем в предыдущий месяц, и на четверть выше прошлогодних февральских показателей. Интенсивность вывоза капитала частным сектором за первые два месяца в годовом выражении соответствует 150 млрд. долл. – уровню прошлого года.

В условиях сохраняющегося дефицита валюты (по нашим оценкам, до конца года регулятор должен предложить рынку ещё 40 млрд. долл.) удержат рубль будет сложно, разве что за счёт валютной пирамиды РЕПО. Интересно, будут ли эти сделки когда-либо закрыты или Банк России просто выкупает у банков их активы за валюту без всякой перспективы её возврата? Характерно, что сдерживая девальвацию рубля, Центробанк тем самым поддерживает спрос на импорт, что, при прочих равных, равнозначно увеличению дефицита валюты. В этих условиях нам остаётся только наблюдать, как тают резервы.

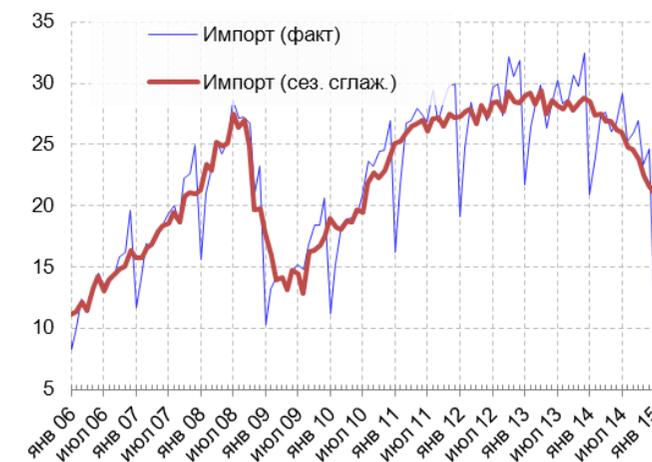
*Сергей Пухов*

**Рис. 4.2. Темпы роста стоимости экспорта нетопливных товаров и цен на них, раз**



Источник: CEIC Data, МВФ, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

**Рис. 4.3. Стоимость импорта товаров, млрд. долл.**



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

## Бюджет

### ***5. Поправки в бюджет на 2015 год***

---

*В марте текущего года Министерство финансов подготовило проект поправок в федеральный бюджет на 2015 год. Поправки основаны на уточнённом прогнозе Минэкономразвития на 2015 год и не затрагивают 2016–2017 годы. В соответствии с поправками ряд тяжёлых в социально-экономическом отношении решений придется принимать уже в 2015 году.*

Уточнённый макроэкономический прогноз МЭР на 2015 год предполагает сокращение ВВП на 3% при цене нефти 50 долл./барр., среднегодовой инфляции 15,8% и среднегодовом обменном курсе 61,5 руб./долл. Данный прогноз нельзя считать чересчур пессимистичным. Скажем, январский Консенсус-прогноз Института «Центр развития» предполагает сокращение ВВП в 2015 году на 4%. Мы также полагаем, что при цене на нефть, заложенной в уточнённый макропрогноз, среднегодовой обменный курс рубля к доллару сформируется на более низком уровне – около 70 руб./долл. Тем не менее, в целом последний прогноз МЭР является реалистичной основой для пересмотра федерального бюджета.

Проект поправок в бюджет предполагает сокращение доходов федерального бюджета в 2015 году – по сравнению с принятым законом о бюджете – на 2,6 трлн. руб., или на 17,4%. При столь сильном уменьшении доходов расходы сокращаются всего на 298 млрд. руб., или на 1,9% в номинальном выражении. Из-за значительной инфляции сокращение в реальном выражении составит 11,5%, однако если из расходов 2014 года вычесть ОФЗ на сумму 1 трлн. руб., переданные Агентству по страхованию вкладов для поддержки банковской системы, сокращение реальных расходов составит всего 6%. А это уже близко к параметрам, заданным в президентском послании Федеральному собранию в декабре 2014 года (сокращение расходов федерального бюджета в реальном выражении на 5% в течение ближайших трёх лет).

Посмотрим на планируемые изменения расходов более внимательно.

**Таблица 5.1. Поправки в федеральный бюджет в 2015 году по разделам расходов, млрд. руб.**

	<i>Итоговое сокращение/рост (-/+) открытой части расходов</i>	<i>Увеличение расходов</i>	<i>Сокращение расходов</i>	<i>Расходы в 2015 году (открытая часть)</i>
Всего	-276,8	556,5	-833,3	12055,6
Общегосударственные вопросы	-24,2	57,5	-81,7	995,4
Национальная оборона	-58,2	1,3	-59,4	1002,6
Национальная безопасность	-156,1	3,0	-159,1	1345,7
Национальная экономика	-229,0	39,8	-268,8	1941,0
ЖКХ	-4,1	17,6	-21,6	128,7
Охрана окружающей среды	-8,9	0,0	-8,9	46,1
Образование	-27,5	3,2	-30,8	578,9
Культура, кинематография	-9,0	1,1	-10,2	89,9
Здравоохранение	-33,0	0,5	-33,6	372,8
Социальная политика	203,7	289,3	-85,6	4209,5
Физическая культура и спорт	-2,9	1,6	-4,5	70,6
СМИ	0,0	5,5	-5,5	69,7
Обслуживание долга	136,0	136,0	0,0	585,3
Межбюджетные трансферты	-63,6	0,0	-63,6	619,4

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

Проект поправок в закон о федеральном бюджете предусматривает сокращение открытой части расходов на 276,6 млрд. руб. При этом суммарное сокращение расходов по отдельным направлениям составляет 833,3 млрд. руб., а увеличение – 556,5 млрд. руб. (см. табл. 5.1). Наибольшее увеличение расходов запланировано (и уже осуществлено) по разделу «Социальная политика». В основном оно связано с индексацией трудовых пенсий на 11,4%. Основные объёмы секвестирования

расходов приходится на разделы «Национальная экономика» и «Национальная безопасность». При подготовке поправок в бюджет разработчикам пришлось пойти на сокращение ряда экономических и социальных программ. Сокращение социальных программ в поправках бюджета иллюстрируется данными таблицы 5.2. Видно, что по разделу «Здравоохранение» расходы сокращаются по всем подразделам; в относительном выражении здесь в наибольшей степени пострадала «Санитарно-оздоровительная помощь», где сокращение составило 45% от ранее принятого объема расходов. По разделу «Социальная политика» расходы сокращаются по всем подразделам, за исключением пенсионного обеспечения.

В соответствии с проектом поправок в Закон о федеральном бюджете на 2015–2017 годы, дефицит федерального бюджета составит 2,76 трлн. руб. (3,8% ВВП), тем не менее необходимый объем ресурсов Резервного фонда для финансирования бюджетного дефицита составляет 3,07 трлн. руб. Такой результат обусловлен пересмотром источников финансирования бюджетного дефицита на 2015 год. Существенно сокращены поступления от размещения ОФЗ, доходы от приватизации не предусмотрены вовсе, увеличено кредитование регионов, но главное, в поправках не заложены внешние заимствования. В результате погашение внешней задолженности предусматривает расходы объемом в 350 млрд. руб.

По состоянию на 1 марта 2014 года объем Резервного фонда составлял 4,72 трлн. руб. Поправки в бюджет 2015 года предполагают расходование двух третей Резервного фонда (67%). Возникает естественный вопрос: что делать с расходами федерального бюджета, если и в последующие годы сохранятся низкие цены на нефть и секторальные санкции против российской экономики? Дальше 2016 года наша фантазия вообще не простирается, а для 2016 года возьмем сценарий сокращения расходов на 5% в реальном выражении, как это заложено в президентском послании. По нашим оценкам, при таком сценарии доходы федерального бюджета составят в 2016 году 13,4 трлн. руб., расходы – 16 трлн.

**Таблица 5.2. Поправки в федеральный бюджет в 2015 году по подразделам разделов «Здравоохранение» и «Социальная политика», млрд. руб.**

<b>Здравоохранение</b>	<b>-33,0</b>	<b>372,8</b>
в том числе		
Стационарная медицинская помощь	-8,0	150,0
Амбулаторная помощь	-0,7	74,3
Санитарно-оздоровительная помощь	-12,5	27,9
Донорская кровь и компоненты	-0,1	3,1
Санитарно-эпидемиологическое благополучие	-2,0	14,7
Прикладные научные исследования	-2,7	18,5
Другие вопросы	-7,0	84,3
<b>Социальная политика</b>	<b>203,7</b>	<b>4209,5</b>
в том числе		
Пенсионное обеспечение	282,8	2853,0
Социальное обслуживание населения	-1,0	8,7
Социальное обеспечение населения	-31,8	1003,0
Охрана семьи и детства	-43,9	335,5

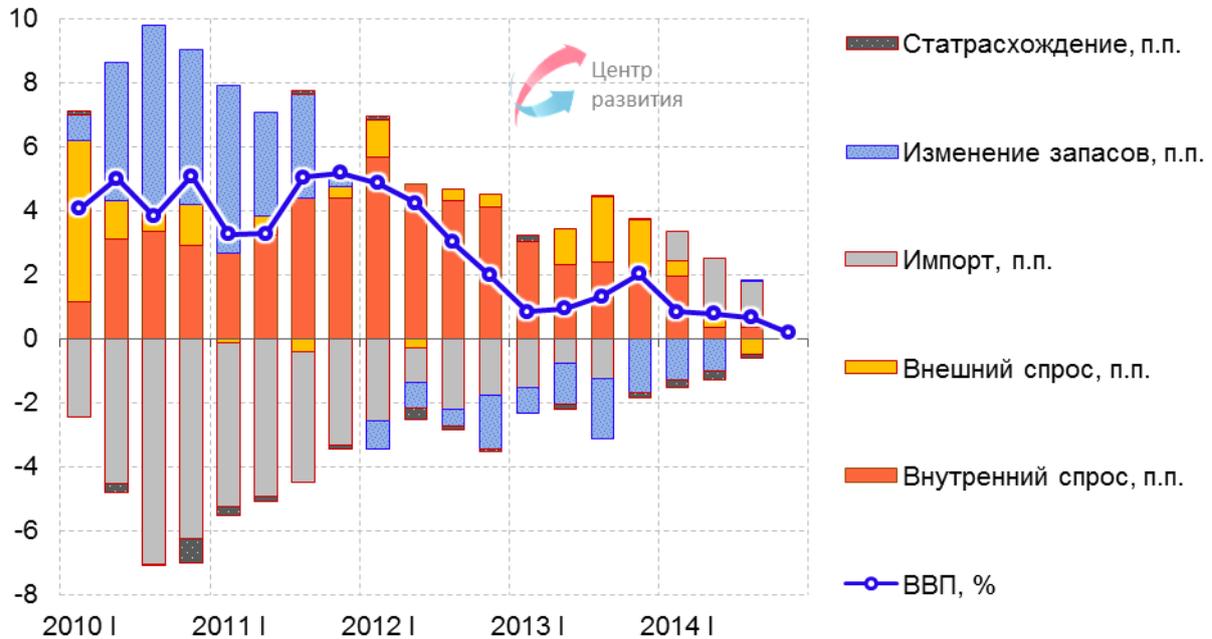
Источник: Минфин России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

руб., а дефицит будет равен **2,6 трлн. руб.** (3,4% ВВП). Заметим, что на начало 2016 года в Резервном фонде останется около **1,6 трлн. руб.** При предположении, что «рыночных» источников финансирования дефицита, как и в 2015 г., не будет, а значит, потребность в средствах суверенных фондов в 2016 году будет примерно равна дефициту федерального бюджета, **уже в следующем году Резервный фонд иссякнет, и придётся использовать ресурсы ФНБ.** Ну, а что делать с расходами в 2017-м и последующих годах? Об этом правительству можно будет подумать ещё через год.

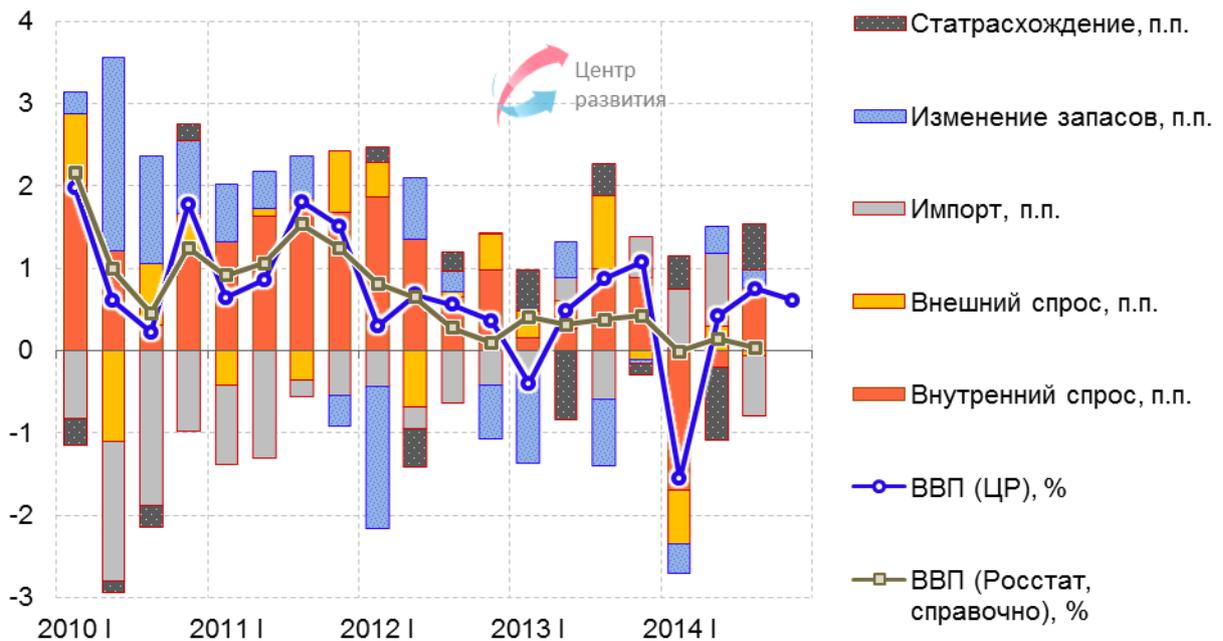
*Андрей Чернявский*

## Экономика в «картинках»

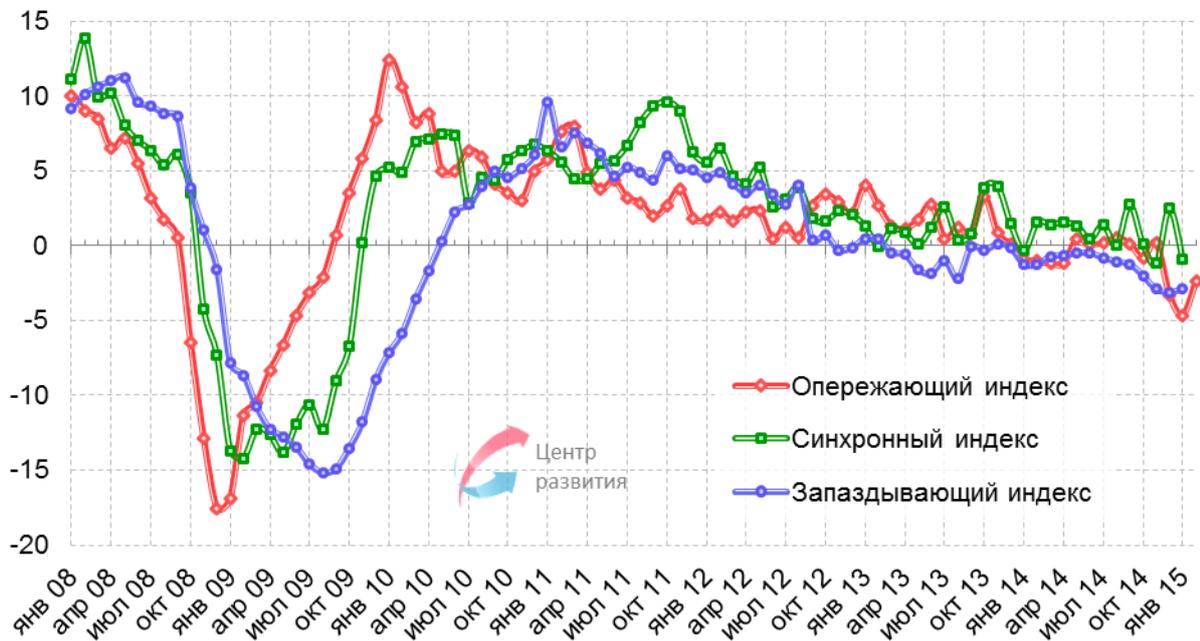
Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к соответствующему кварталу предыдущего года)



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

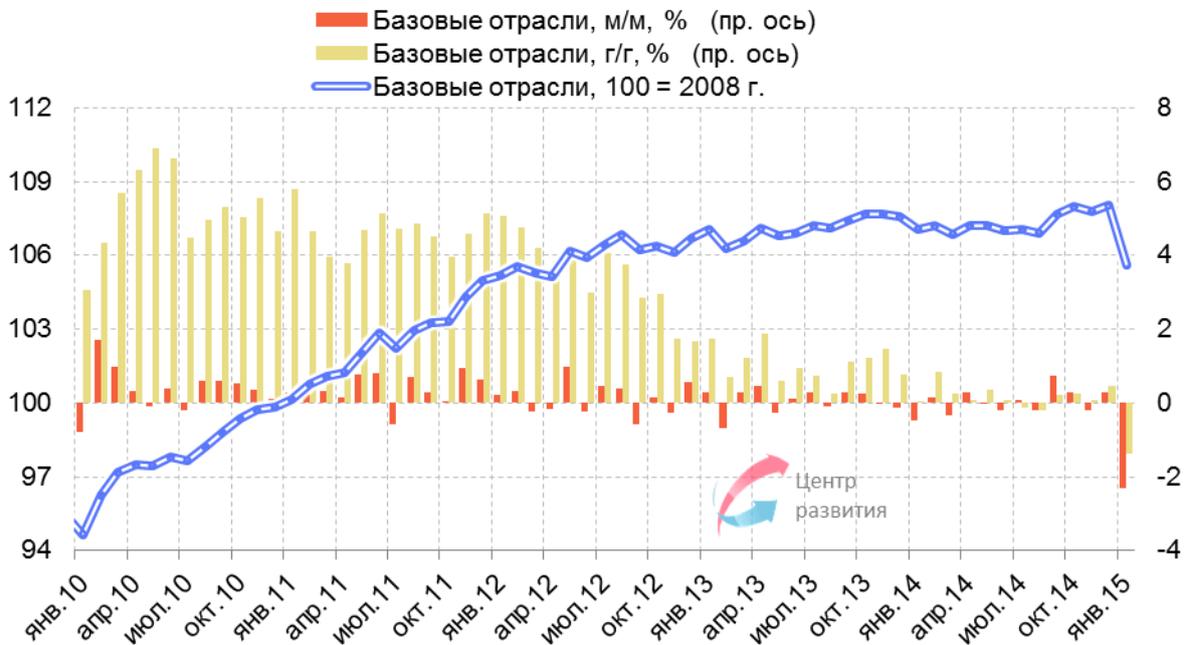


**Циклические индексы (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %**



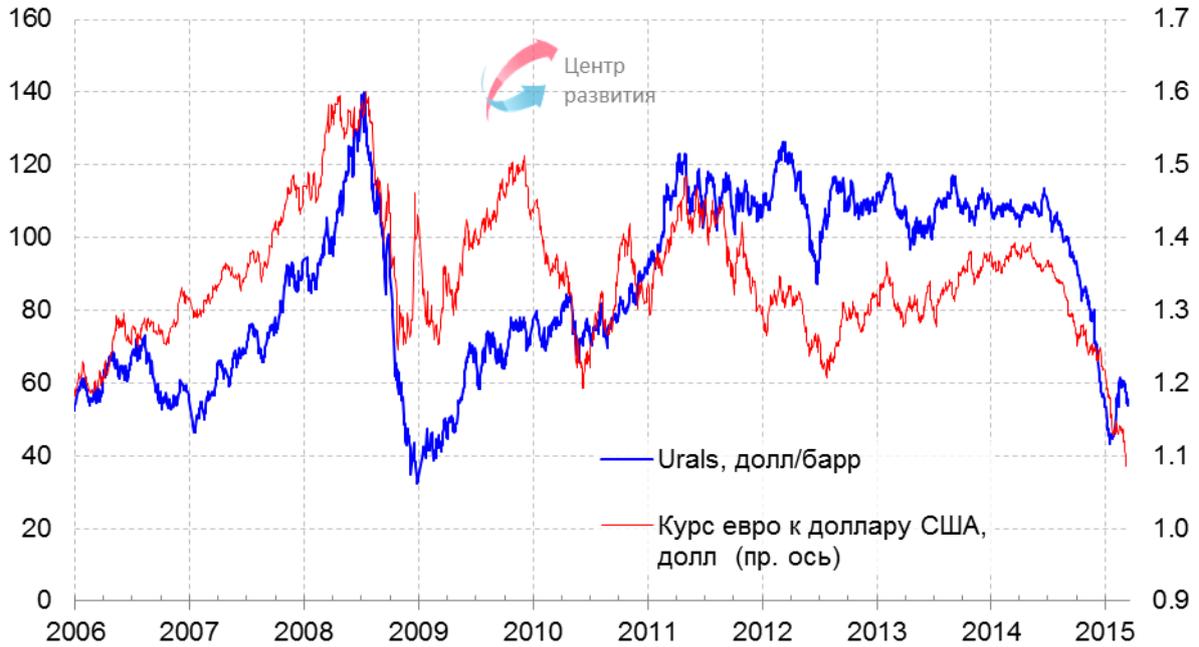
**Динамика выпуска базовых отраслей, без сельского хозяйства (сезонность устранена)**

**NEW**



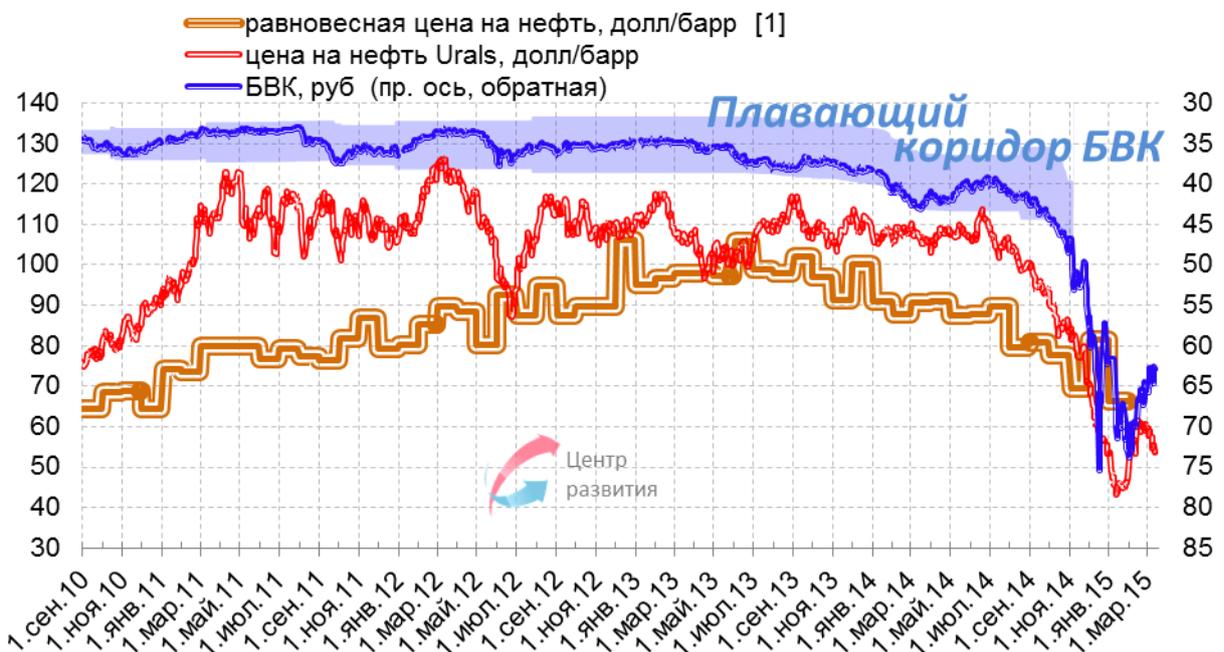
### Динамика цен на нефть и курса евро к доллару

NEW



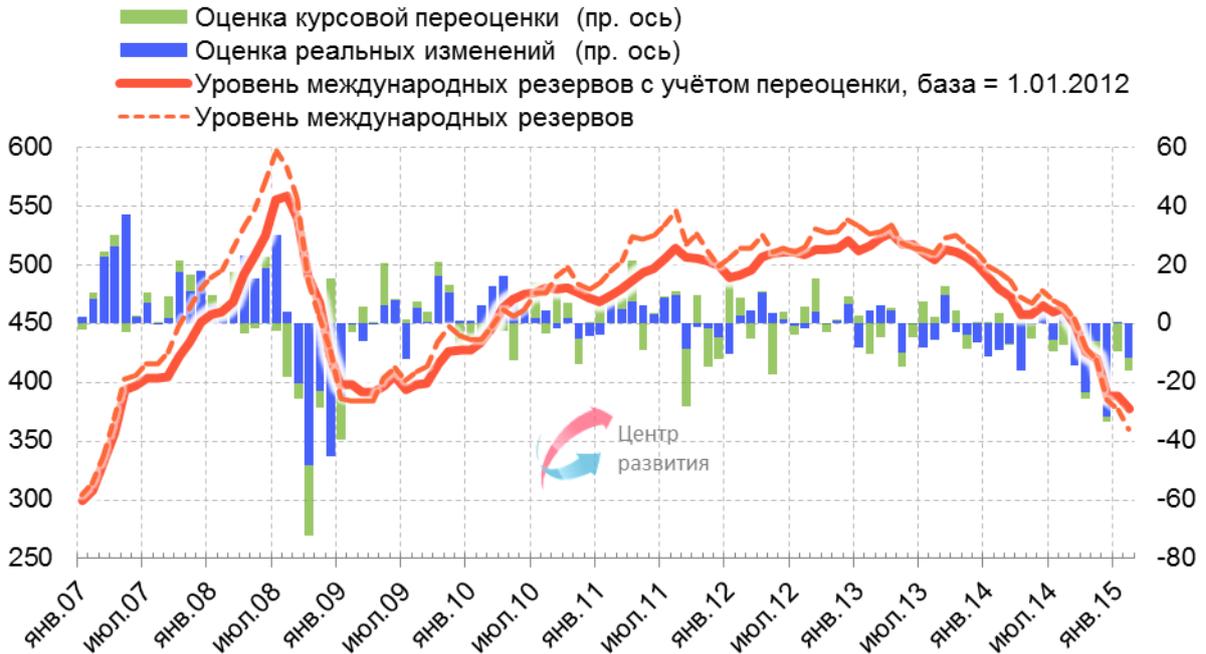
### Динамика цен на нефть и курса рубля

NEW



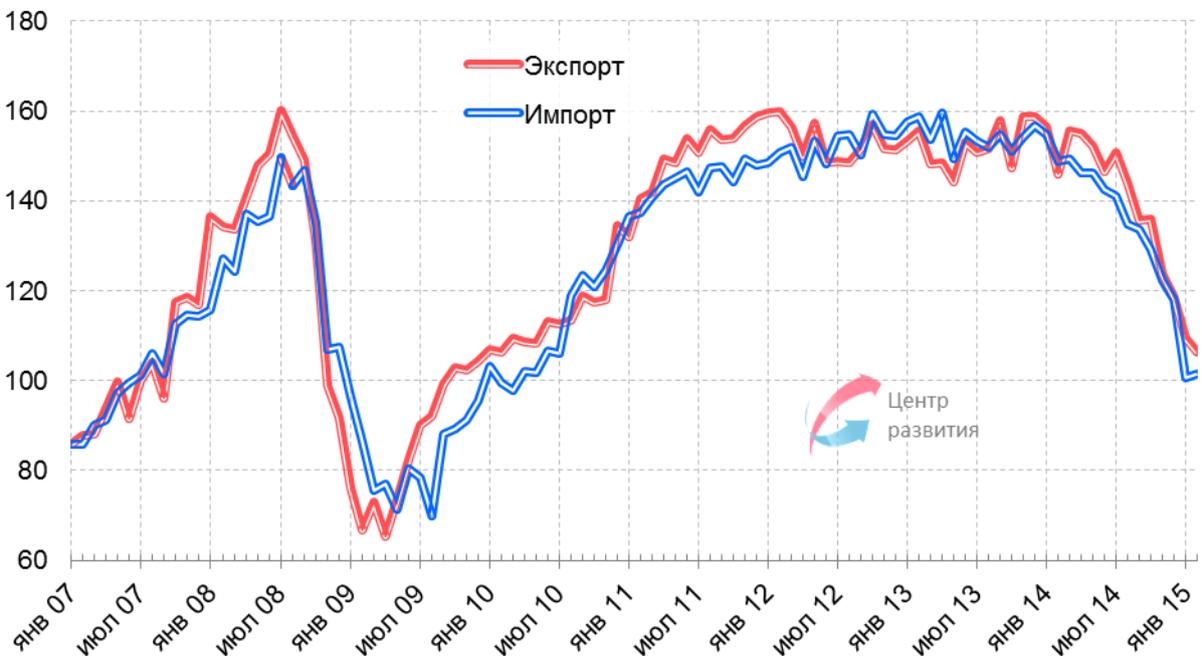
Динамика международных резервов (на конец месяца), млрд. долл.

NEW



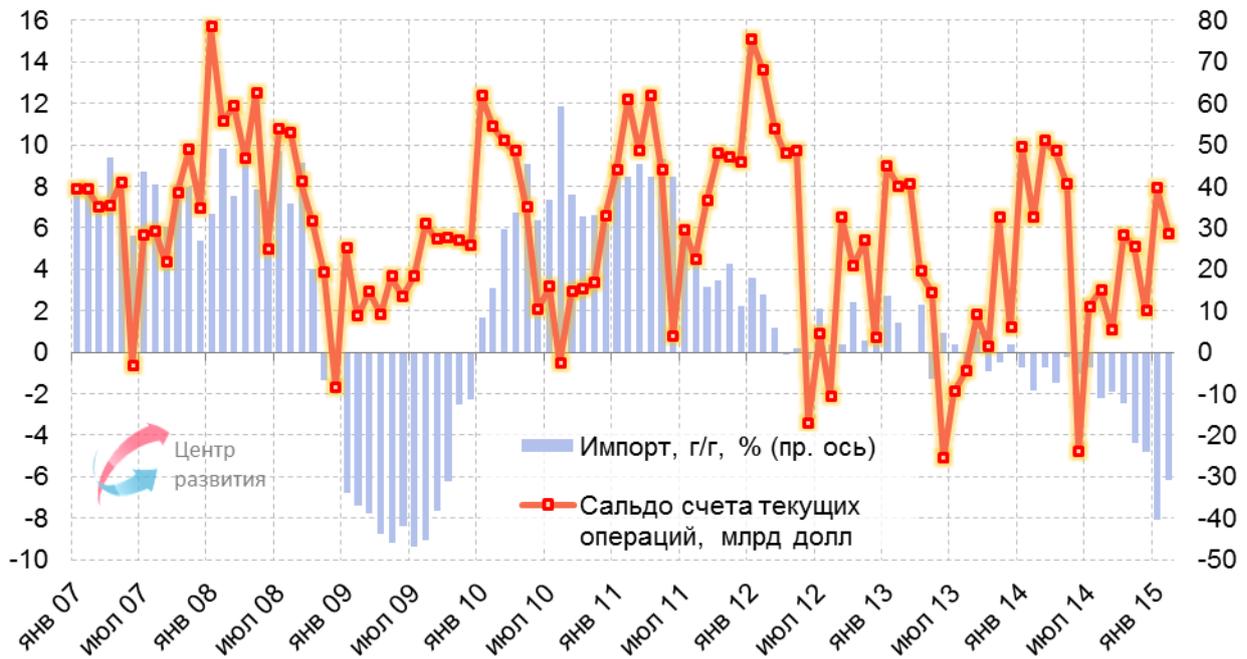
Внешняя торговля товарами (сезонность устранена, 100=январь.2007), в % [2]

NEW



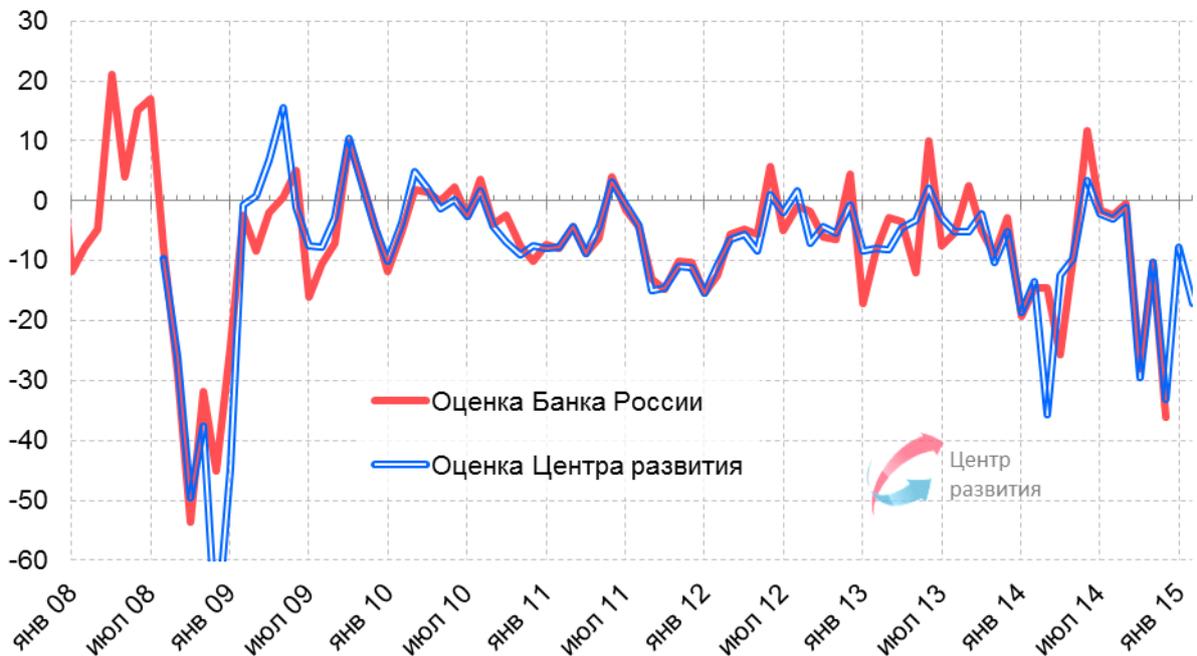
### Динамика сальдо счёта текущих операций и импорта товаров<sup>[2]</sup>

NEW



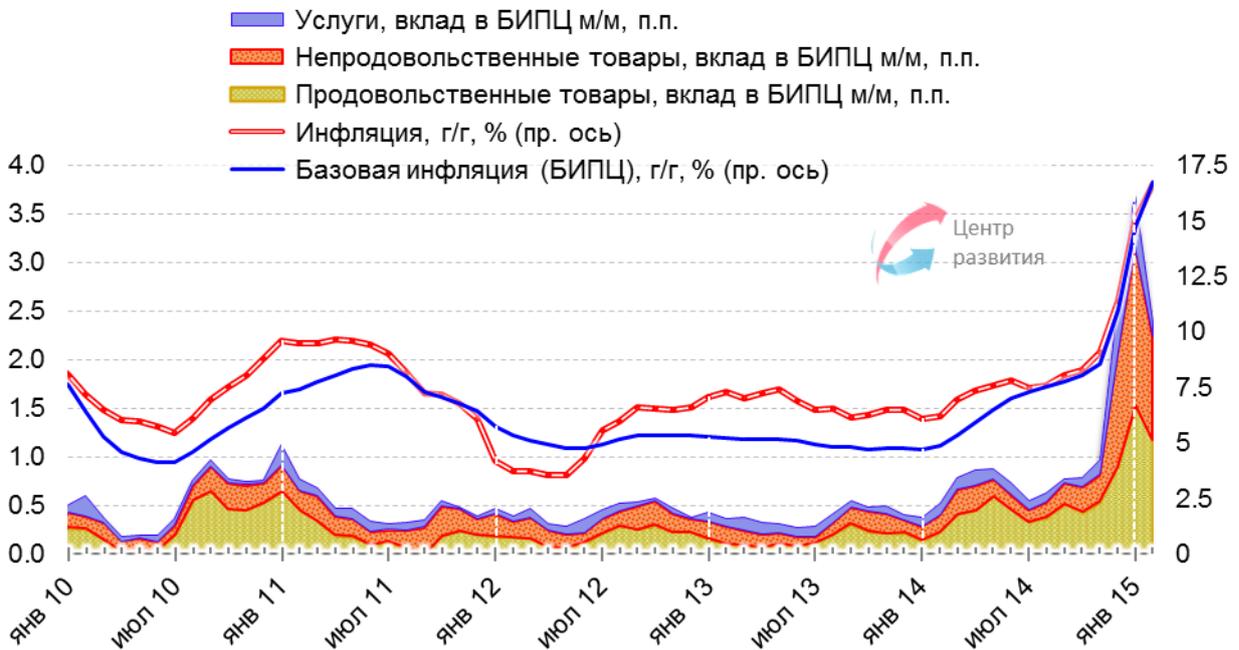
### Чистый приток капитала, млрд. долл.

NEW



**Динамика инфляции, базовой инфляции и вклад в базовую инфляцию за месяц различных компонент<sup>[3]</sup>**

NEW

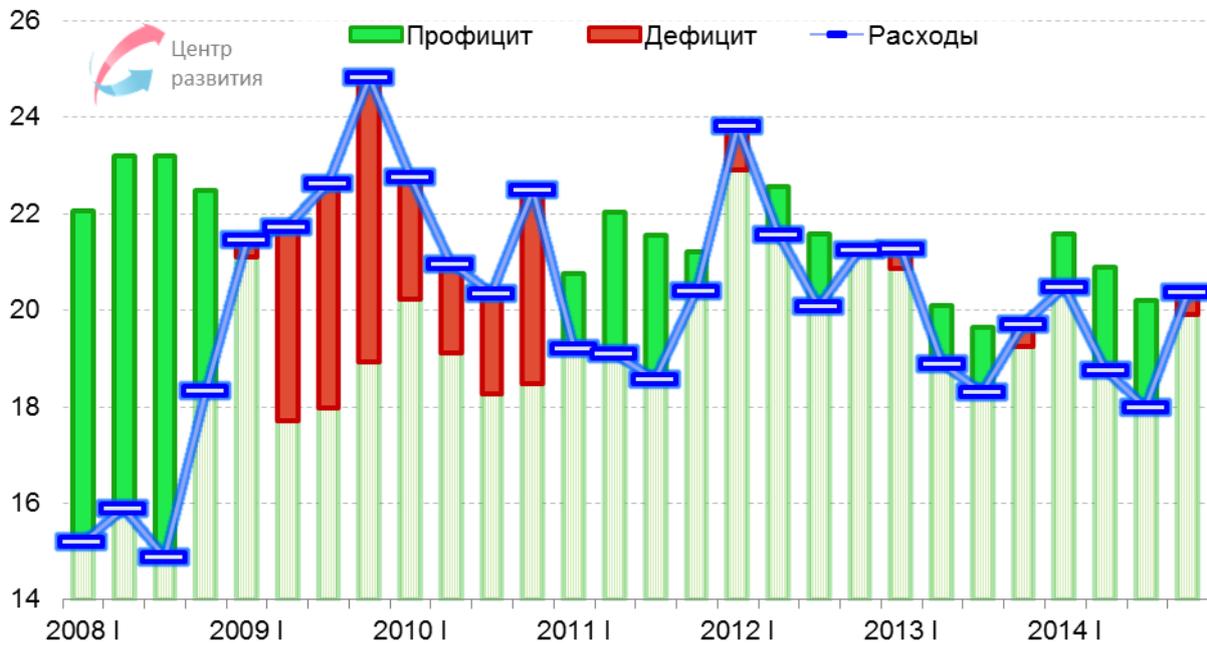


**Динамика основных процентных ставок Банка России, ставок межбанковского рынка МІАСR и базовой инфляции, в %**

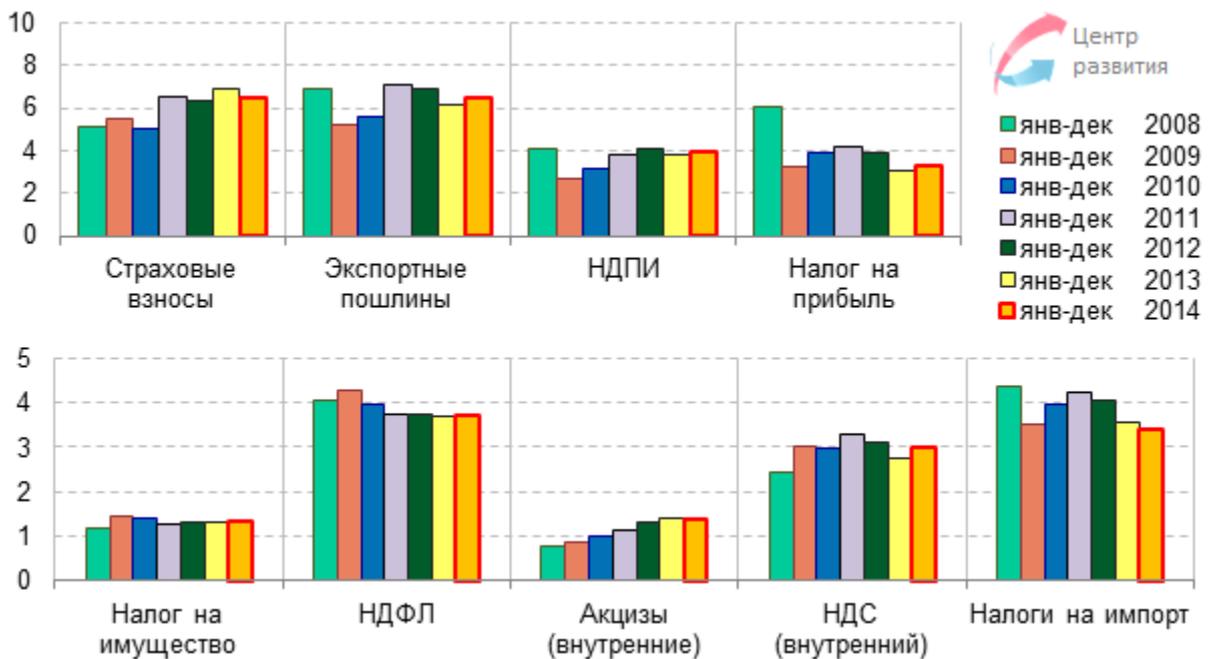
NEW



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

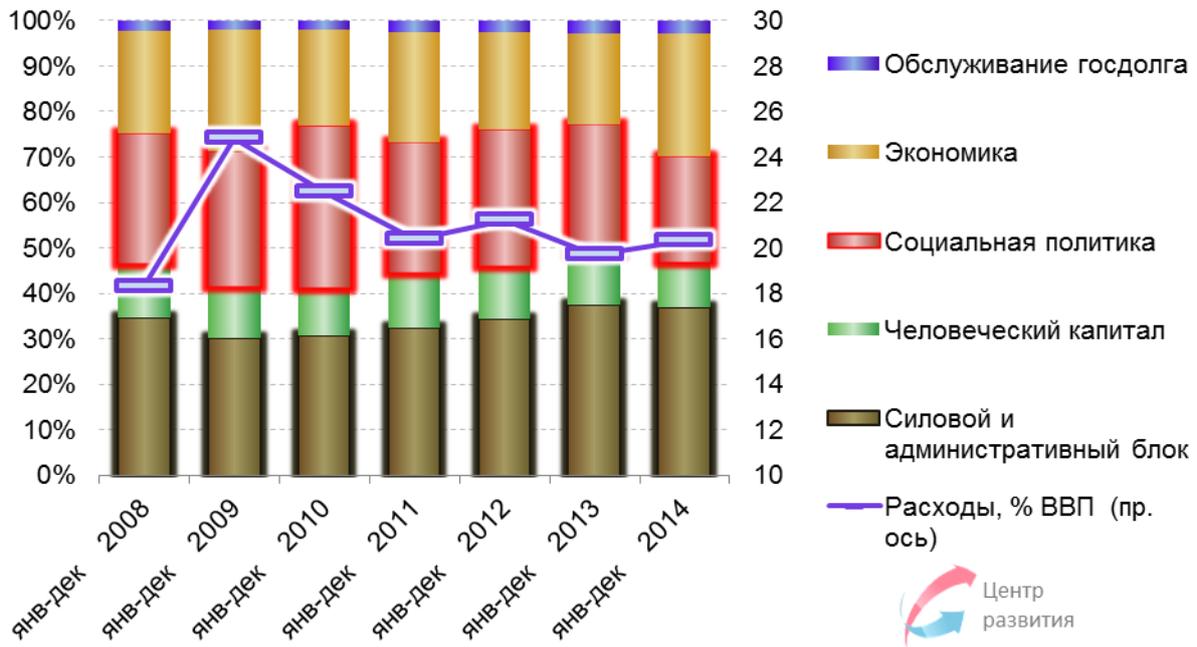


**Доходы консолидированного бюджета, по видам налогов, в % ВВП<sup>[4]</sup>**



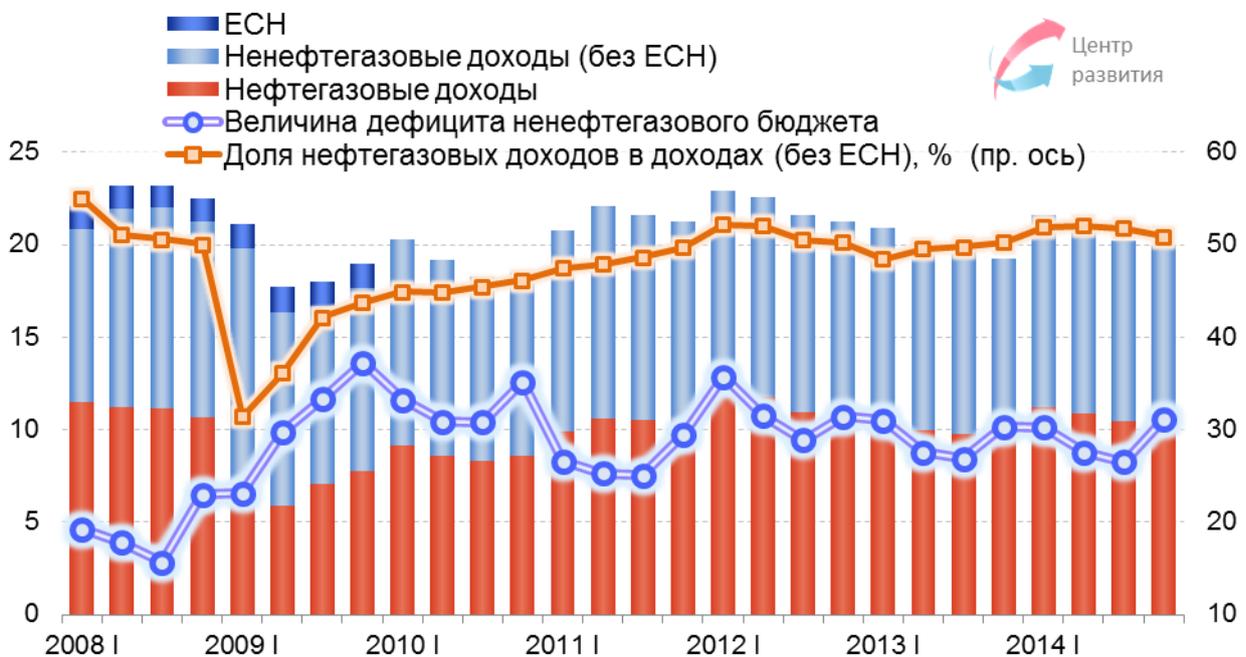
### Структура расходов федерального бюджета, в %

NEW

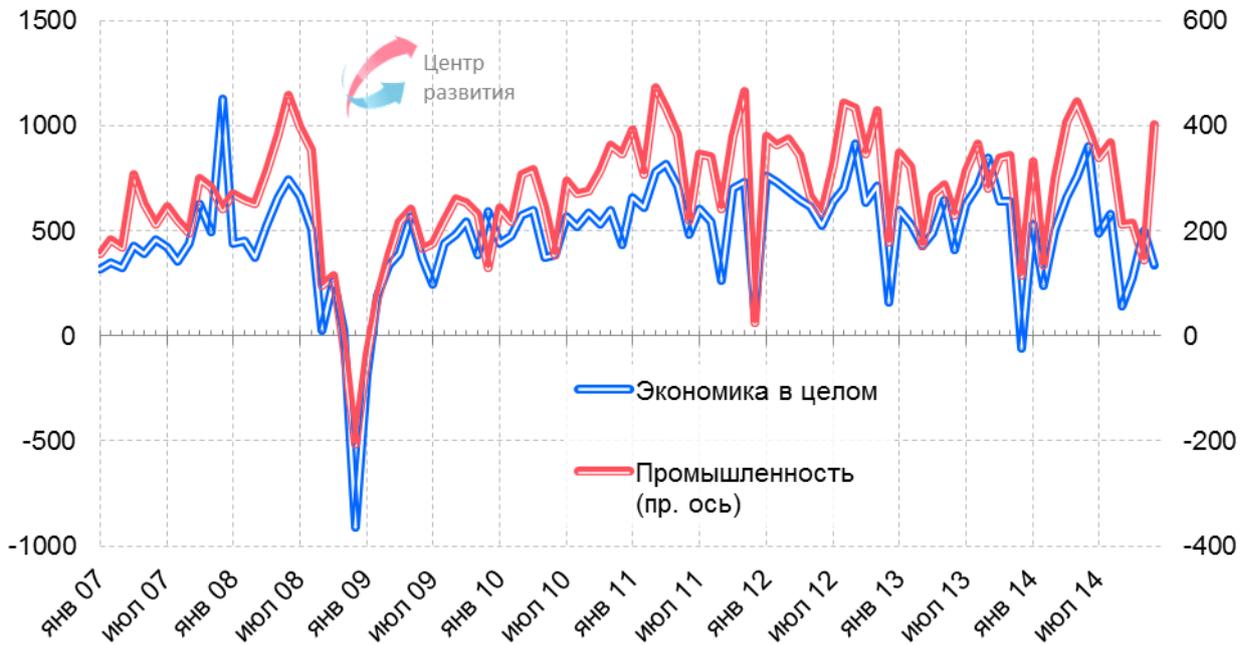


### Доходы и нефтегазовый дефицит федерального бюджета, в % ВВП<sup>[5]</sup>

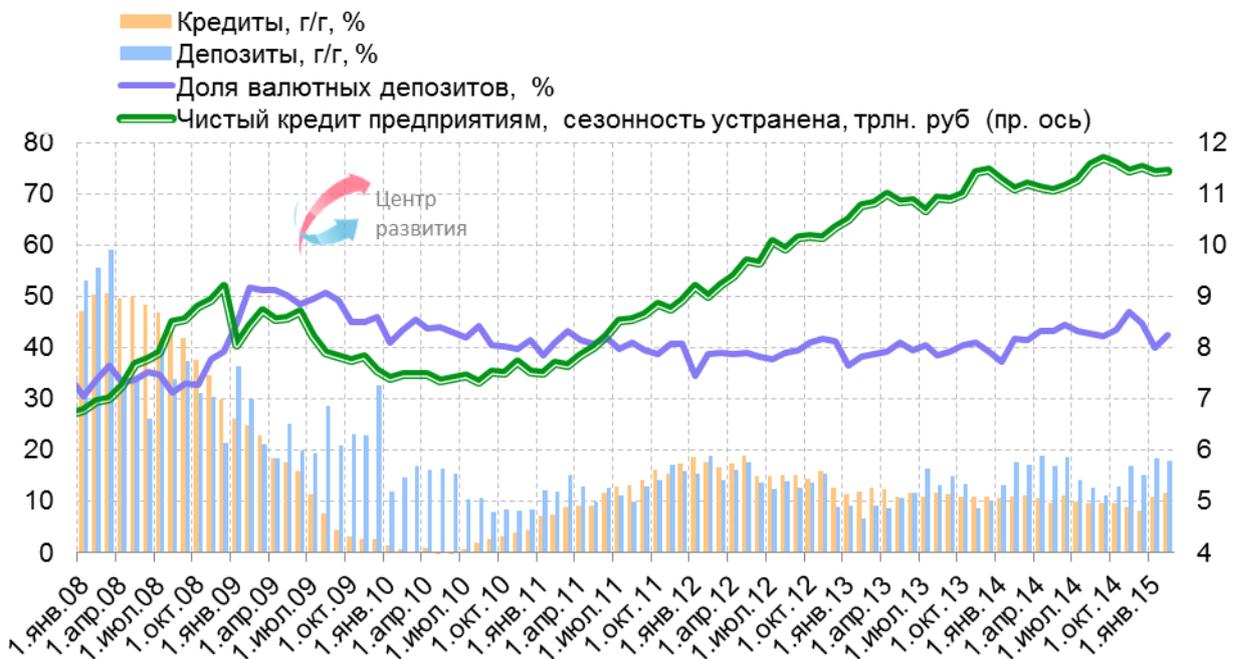
NEW



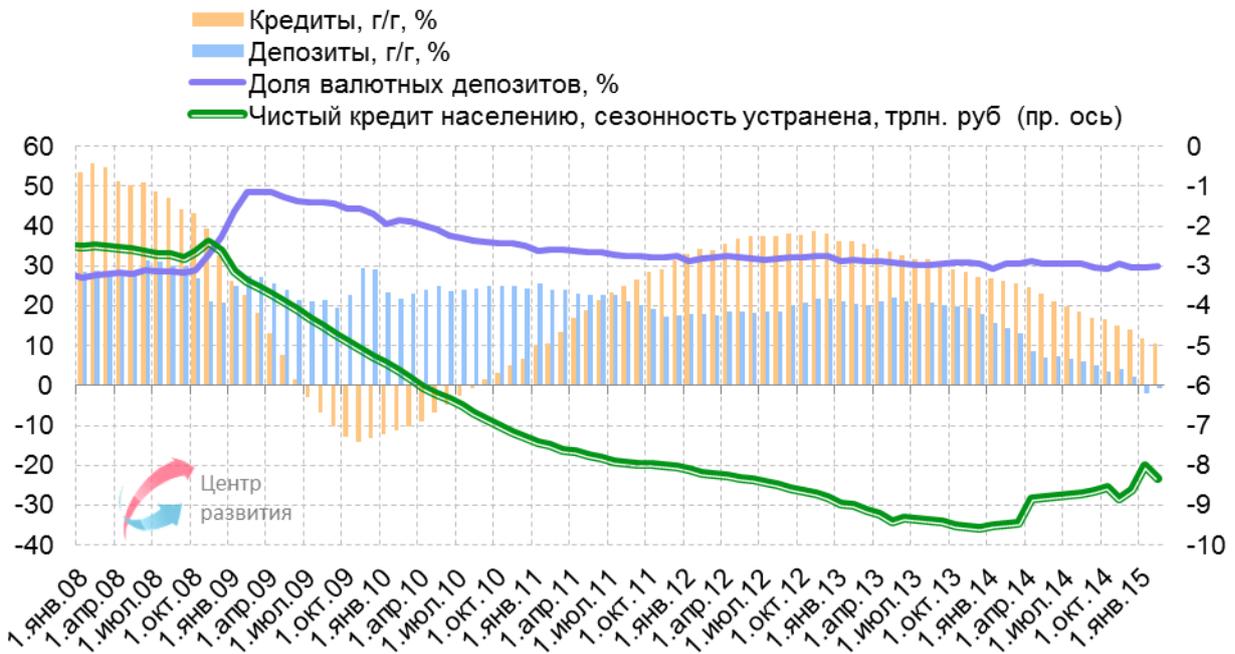
**Динамика сальдированного финансового результата в экономике, млрд. руб.**



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

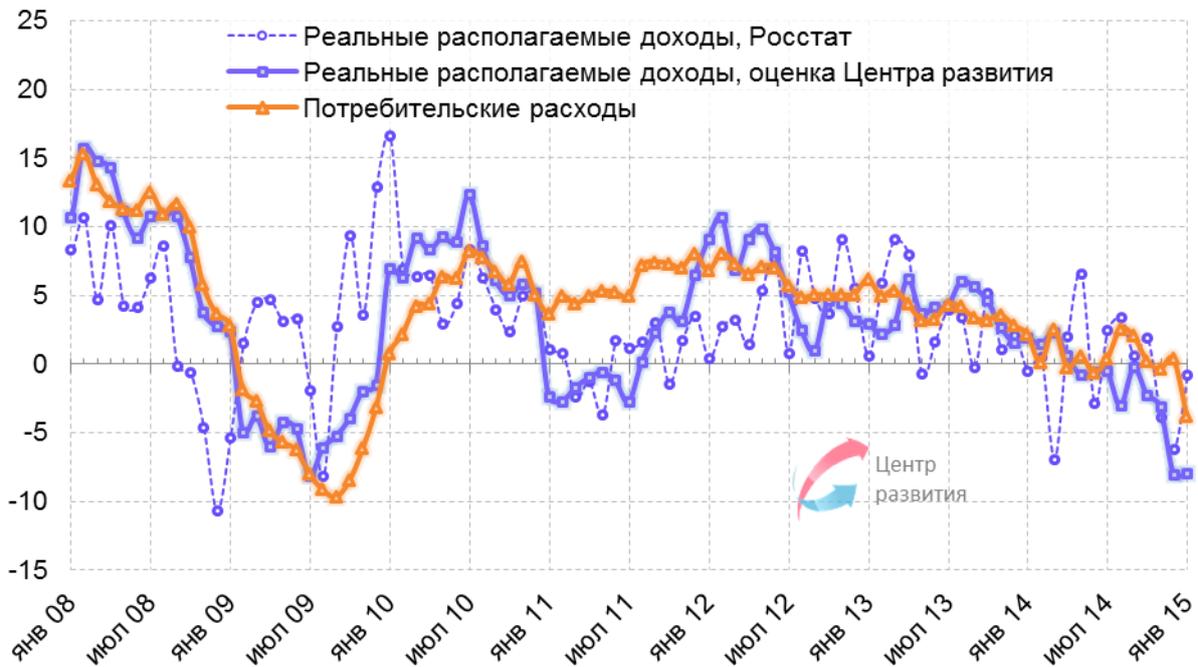


**Динамика требований и обязательств населения к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)**

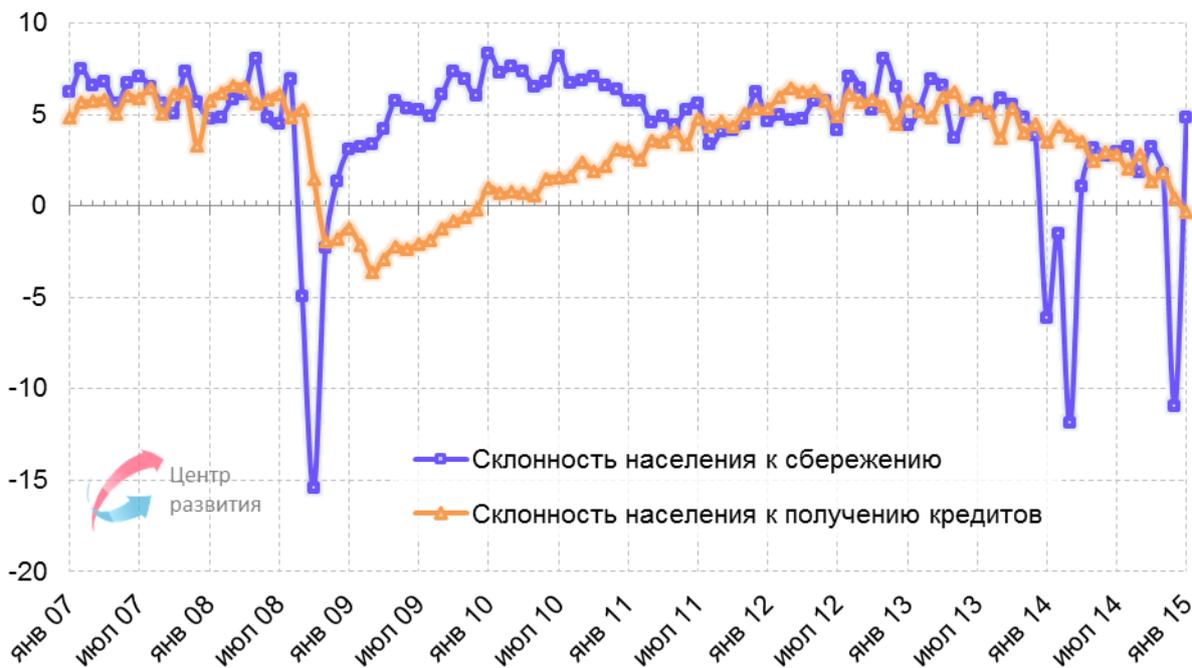


**Динамика доходов и расходов населения в реальном выражении (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %**

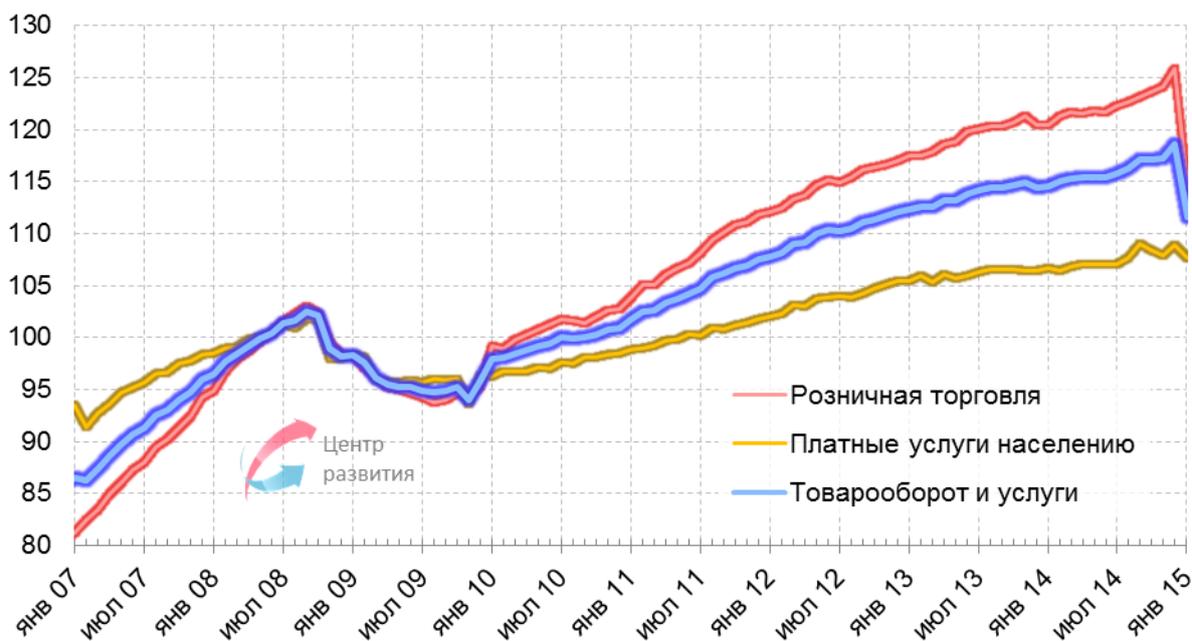
**NEW**



**Склонность населения к сбережению и к получению кредитов (в % дохода, сезонность устранена) по методологии Центра развития**

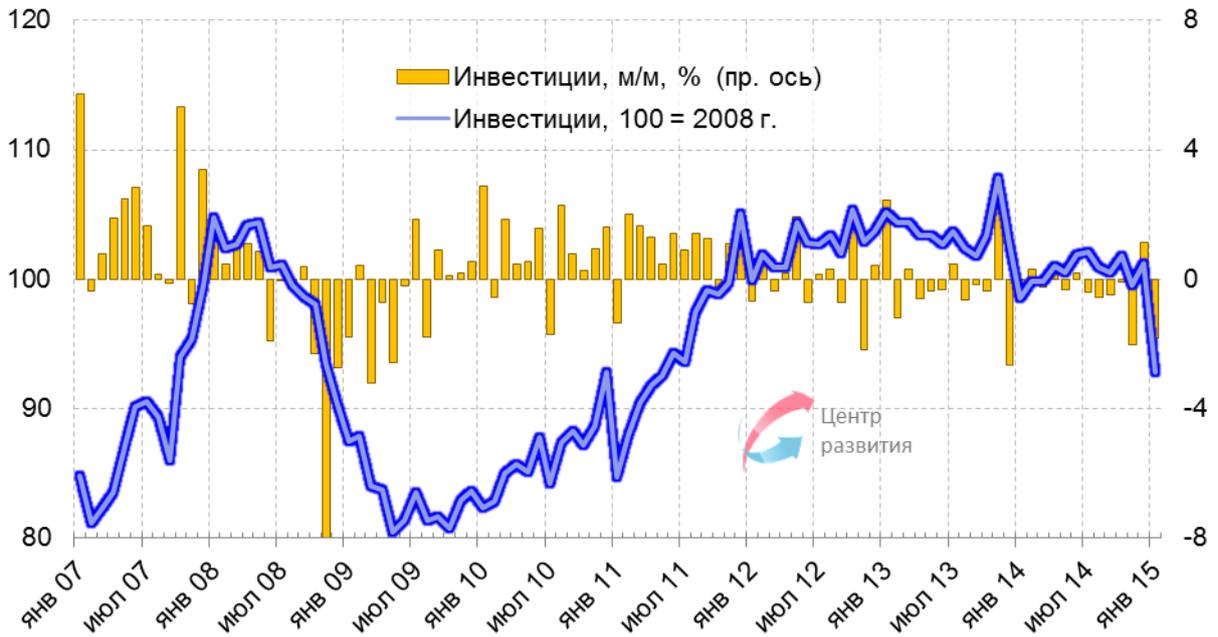


**Динамика товарооборота и платных услуг населению (сезонность устранена, 100=2008 г.)**

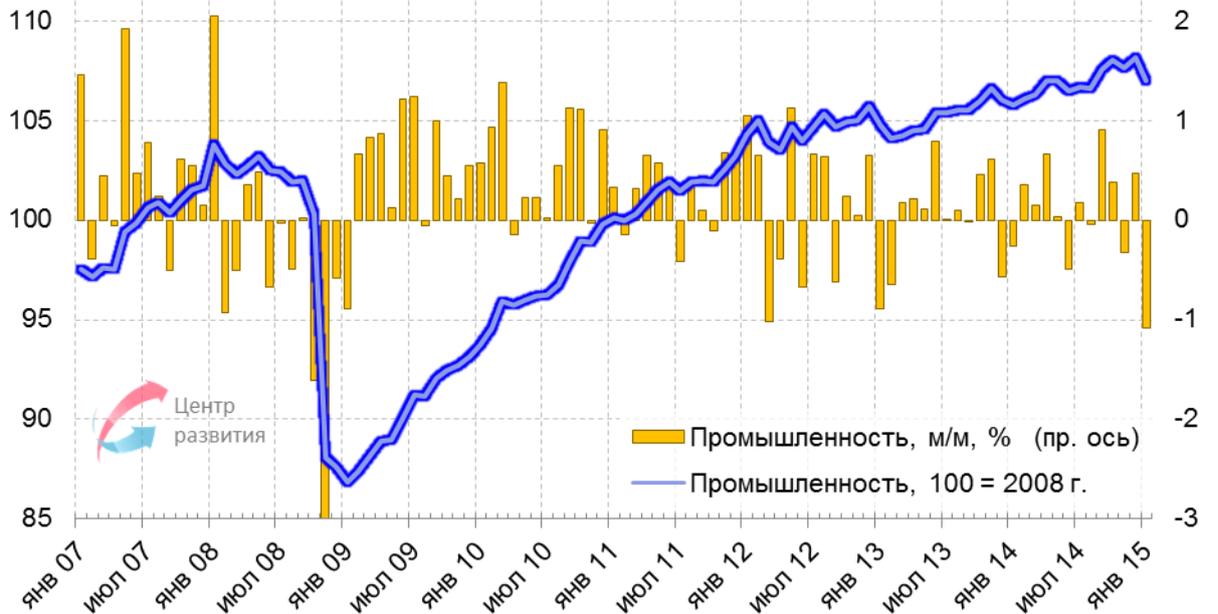


Динамика инвестиций в основной капитал (сезонность устранена)

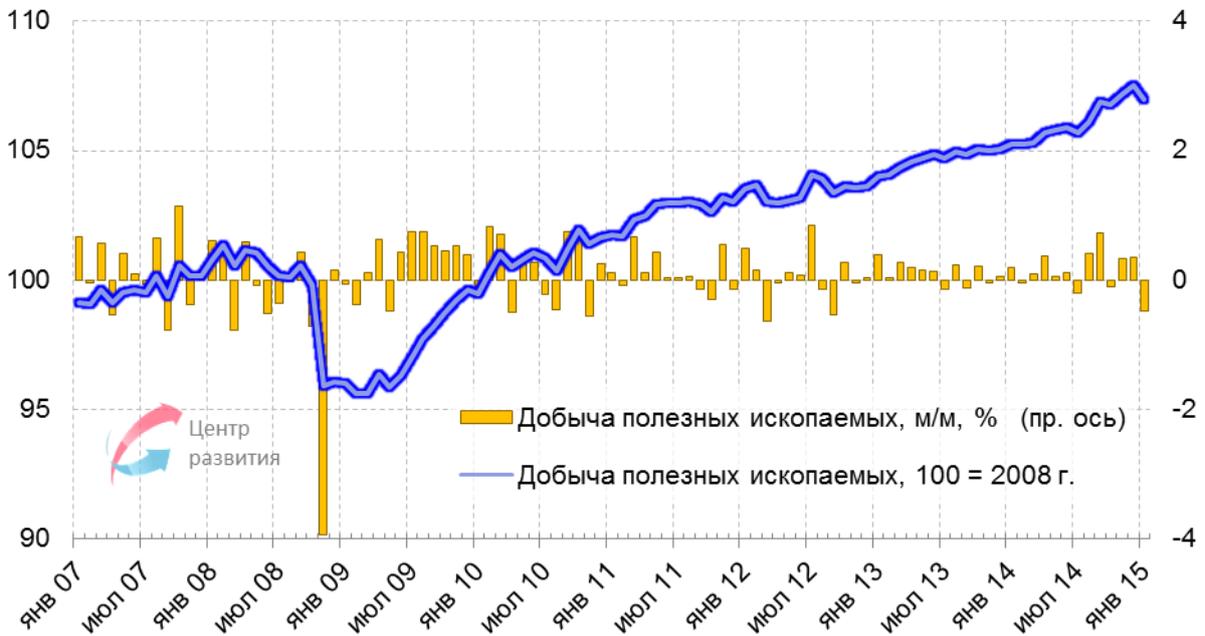
NEW



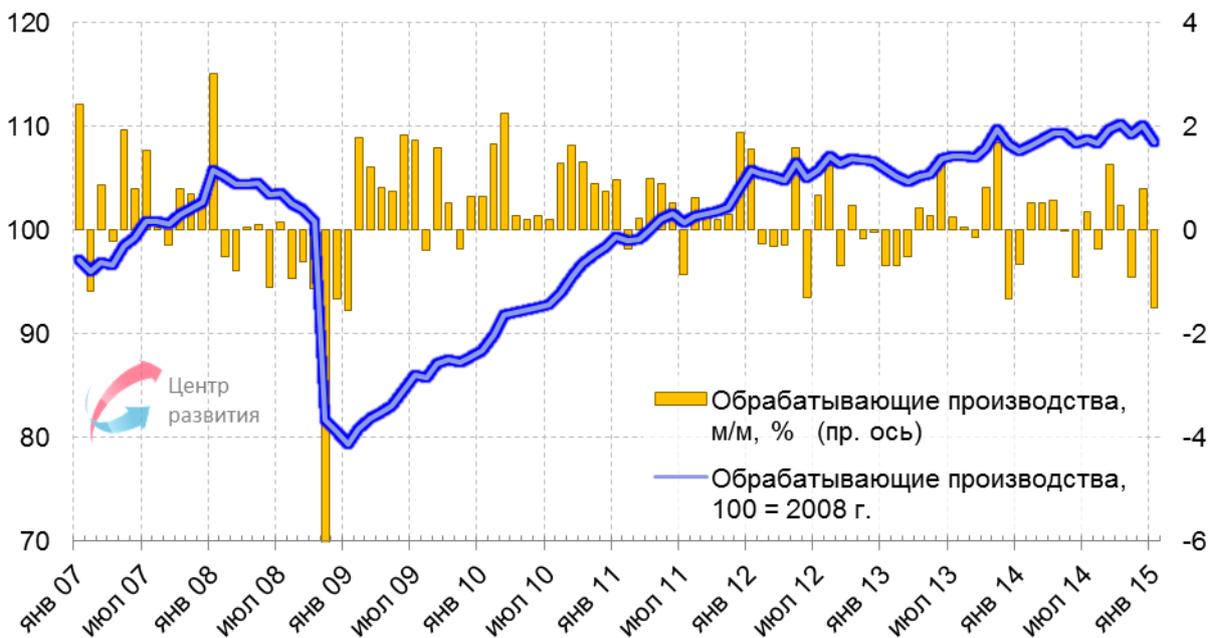
Динамика выпуска в промышленности (сезонность устранена)



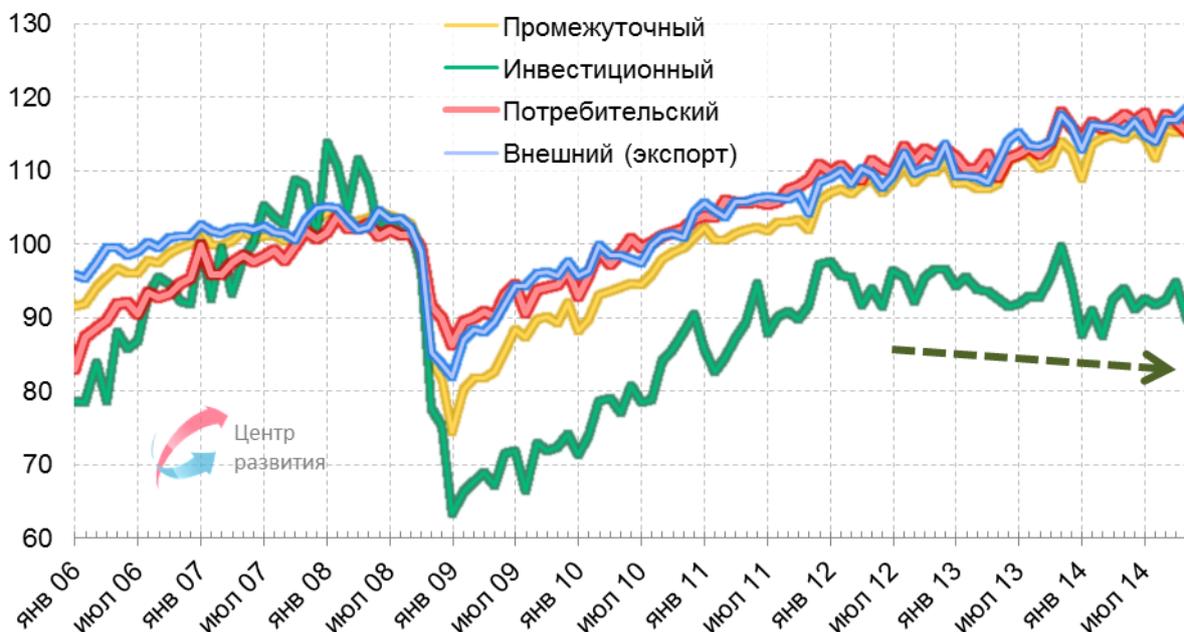
### Динамика выпуска в добывающих отраслях (сезонность устранена)



### Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях (сезонность устранена)

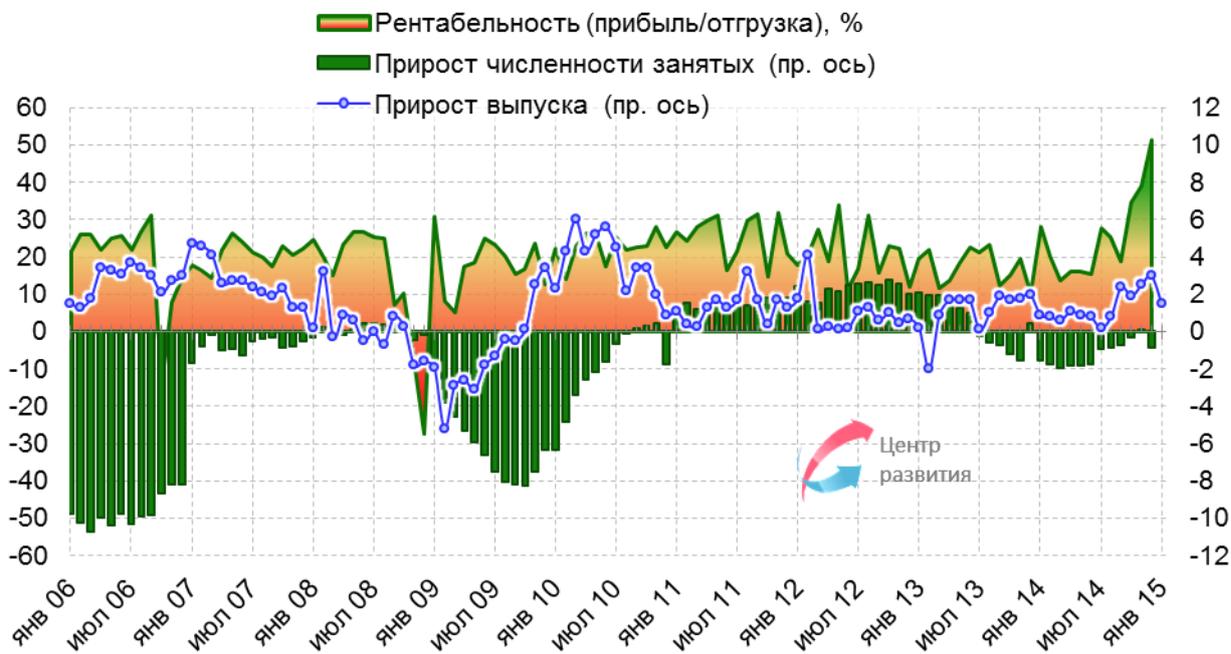


**Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях по видам удовлетворяемого спроса (сезонность устранена, 100=2008 г.)**



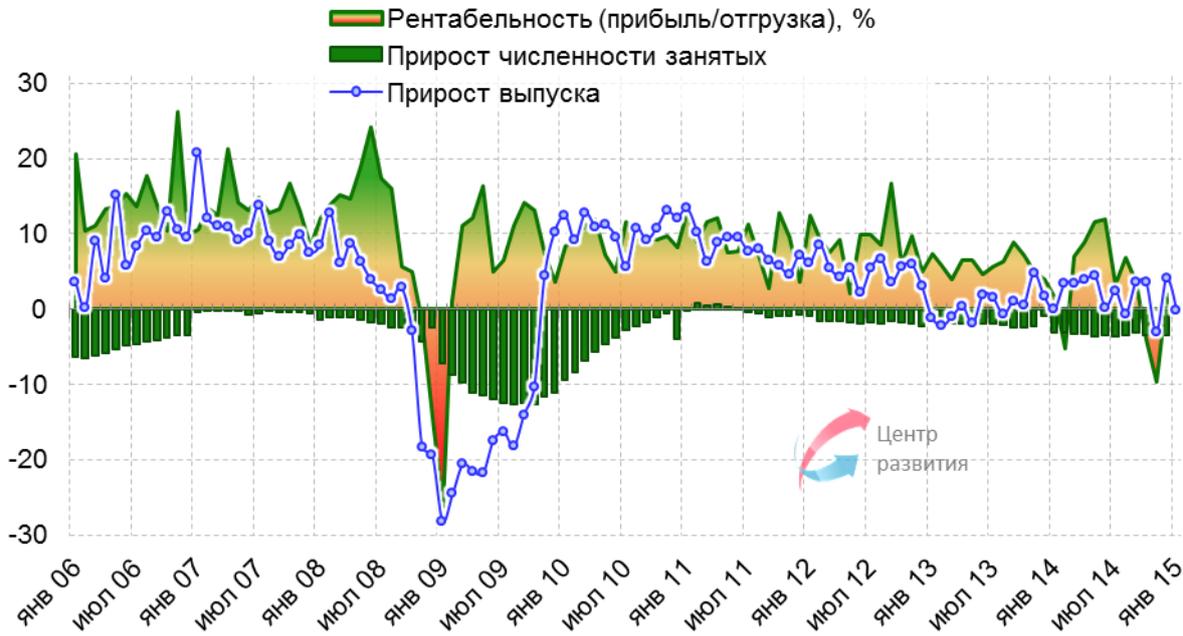
**Показатели состояния добывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %**

**NEW**



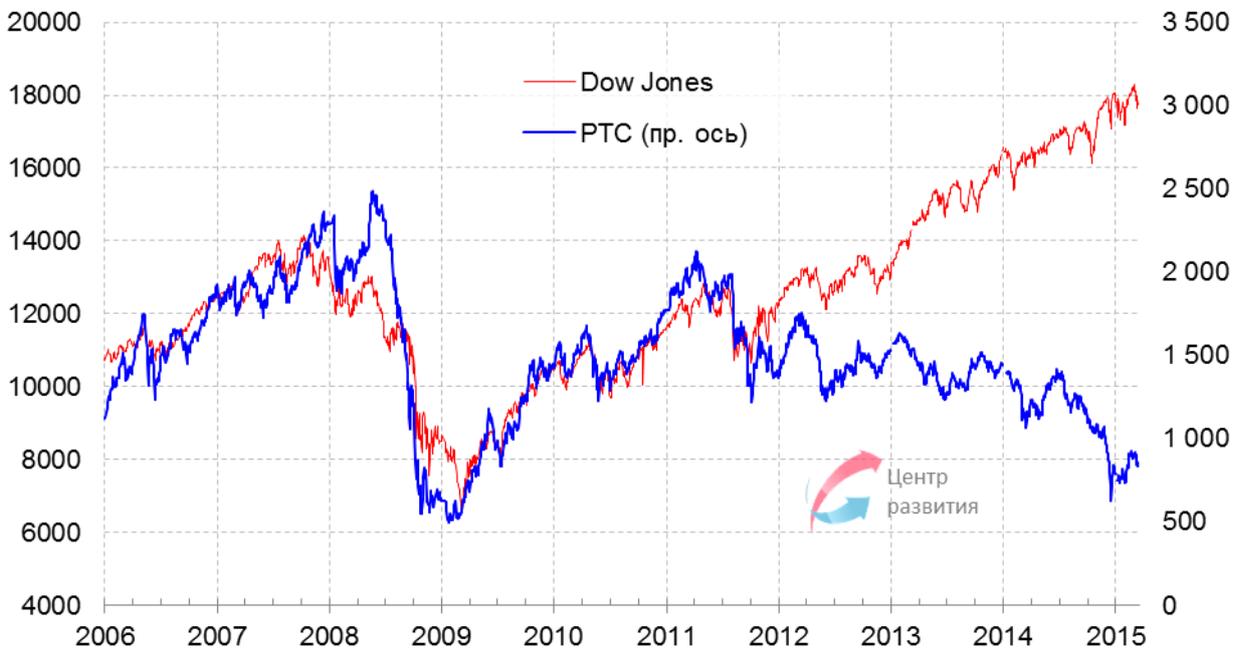
**Показатели состояния обрабатывающих отраслей**  
(рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

**NEW**



**Динамика фондовых индексов**

**NEW**



## КОММЕНТАРИИ К «КАРТИНКАМ»

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

<sup>[2]</sup> Данные об импорте и экспорте за февраль 2015 г. и о сальдо счёта текущих операций за период с октября 2014 г. по февраль 2015 г. являются оценками Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

<sup>[3]</sup> 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.

<sup>[4]</sup> 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.

<sup>[5]</sup> Единый социальный налог, начиная с 2010 года, не взимается.

## Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

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](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 расчётах 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 2015 году