

ОПЕРАТИВНЫЙ МОНИТОРИНГ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ В РОССИИ

январь 2015 г.

МАКРОЭКОНОМИКА И ФИНАНСЫ:

ИТОГИ И ПОСЛЕДСТВИЯ ВАЛЮТНОГО КРИЗИСА 5

1. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ИНФЛЯЦИЯ 5

1.1. МАСШТАБ ЭФФЕКТА ПЕРЕНОСА КУРСА В ЦЕНЫ:

ОТ ЧЕГО ЭТО ЗАВИСИТ? 5

2. НА ИГЛЕ ГОСФИНАНСИРОВАНИЯ:

ПРОБЛЕМЫ И РИСКИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА 10

2.1. ОДНОСТОРОННЕЕ ДВИЖЕНИЕ: ДИНАМИКА КАПИТАЛЬНЫХ

ОПЕРАЦИЙ ЧАСТНОГО СЕКТОРА 13

3. РЕГИОНАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ФИНАНСЫ

В КОНЦЕ 2014 И 2015 ГГ. 14

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР. ВНУТРЕННИЕ РЫНКИ.

СОЦИАЛЬНАЯ СИТУАЦИЯ. 16

4. РОССИЙСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ В КОНЦЕ 2014 Г.:

НА ПЕРЕЛОМЕ ТРЕНДА? 16

4.1. КОНЪЮНКТУРА: ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПЛАНЫ РОССИЙСКОЙ

ПРОМЫШЛЕННОСТИ В КОНЦЕ 2014 Г. 18

5. ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ В КОНЦЕ 2014 Г.: КРИЗИСНОЕ СЖАТИЕ 19

5.1. ПЕРСПЕКТИВЫ РОССИЙСКОГО ЭКСПОРТА:

НЕФТЯНОЙ СЕКТОР В 2015 Г. 22

6. СЕЛЬСКОЕ ХОЗЯЙСТВО В УСЛОВИЯХ САНКЦИЙ И КРИЗИСА 23

7. РЫНОК ТРУДА НАКАНУНЕ ИСПЫТАНИЙ 26

Мониторинг подготовлен коллективом экспертов Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара (Института Гайдара), Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС) и Всероссийской академии внешней торговли (ВАВТ) Минэкономразвития России

Редколлегия:

Дробышевский С.М., Кадочников П.А., Мау В.А., Рогов К.Ю., Синельников-Мурылев С.Г.

Авторы разделов:

- | | |
|----------|----------------|
| 1 и 1.1. | Трунин П.В. |
| 2 и 2.1. | Хромов М.Ю. |
| 3 | Дерюгин А.Н. |
| 4 | Рогов К.Ю. |
| 4.1. | Цухло С.В. |
| 5 | Кнобель А.Ю. |
| 5.1. | Бобылев Ю.Н. |
| 6 | Шагайда Н.И. |
| 7 | Кириллова М.К. |

Редактор Рогов К.Ю.



Разразившийся в декабре 2014 г. кризис на валютном рынке, а также предпринятые для его преодоления денежными властями и правительством меры (в частности, беспрецедентное повышение ключевой ставки) создали принципиально новую макроэкономическую ситуацию и сформировали основные риски для российской экономики в начале 2015 г. – резкий всплеск инфляции и угрозу банковского кризиса.

Притом что триггером кризисных явлений в российской экономике является снижение мировых цен на нефть, масштаб указанных рисков определяется негативными тенденциями в российской экономике, сформировавшимися в предшествующем периоде: низкой инвестиционной активностью внутри страны, значительными масштабами оттока капитала, возростающей зависимостью банковской системы от государственного финансирования, наконец, внешнеполитической напряженностью, усиливавшейся на протяжении последнего года.

Влияние внутренних и специфических негативных факторов привело к тому, что масштабы девальвации российской валюты в условиях падения цен на нефть в разы превзошли аналогичные показатели других ресурсозависимых валют. Рекордными оказались и масштабы оттока капитала по итогам 2014 г. (свыше 150 млрд долл.).

Характер и уровень сформировавшихся в результате рисков – угроза банковского кризиса, рост инфляции и сокращение реальных располагаемых доходов и внутреннего потребления, недостаток кредитных ресурсов и оборотных средств в реальном секторе – будут подталкивать правительство к ослаблению денежно-кредитной политики. Однако в настоящих условиях – до стабилизации цен на нефть и прояснения среднесрочных перспектив российской экономики – это с большей вероятностью приведет к дальнейшей макроэкономической дестабилизации, чем к росту производства.

Данных, демонстрирующих реакцию экономики и внутренних рынков на валютный шок декабря 2014 г., пока нет. Эта реакция станет очевидна по итогам января – февраля. Однако сформировавшиеся на протяжении последнего времени и в конце 2014 г. в экономике тенденции позволяют сделать предварительные предположения относительно механизмов развития кризиса в краткосрочной перспективе.

Масштабы внешней торговли будут продолжать сокращаться. Помимо ценовых факторов – снижения цен на широкий круг товаров российского экспорта – следует отметить сокращение физических объемов экспортных поставок российского газа в конце 2014 г. При этом в наибольшей степени сокращался экспорт в страны СНГ и Таможенного союза. В начале 2015 г. стоит ожидать дальнейшего сокращения стоимостных объемов экспорта в связи с ухудшением ценовой конъюнктуры по широкому кругу товаров и объемов импорта в связи с сокращением внутреннего платежеспособного спроса. Мировые рынки и эксперты ожидают низких цен на нефть на протяжении 2015 г. – среднегодовая цена прогнозируется в диапазоне 50–58 долл./барр. Вместе с тем в следующем году сокращения добычи в России скорее всего не произойдет. Однако в условиях технологических санкций и недостатка инвестиций такое сокращение неизбежно в последующие годы.

Фундаментальное влияние на динамику промышленности в 2014 г. оказывало продолжающееся сокращение инвестиционной активности, предопределившее последовательное замедление темпов роста выпуска на протяжении 2013–2014 гг. Несмотря на то, что перелома этой тенденции не наблюдалось, в середине 2014 г. российская промышленность демонстрировала более высокие темпы роста, чем в 2013 г., что, вероятно, связано с ограниченной девальвацией рубля в начале 2014 г. Однако в конце года – на фоне снижения цен на нефть и роста напряженности на валютном рынке – этот тренд оказался прерван. О резкой перемене настроений свидетельствуют и данные конъюнктурных опросов ноября-декабря: инвестиционные планы, демонстрировавшие в середине года подъем, устремились к пятилетним минимумам. Недостаток инвестиционных ресурсов будет ограничивать возможности по замещению дорогостоящего импорта.

Рынок продовольствия находится под влиянием двойного шока, вызванного как девальвацией рубля, так и контрсанкциями, введенными Россией в начале осени. Здесь также возможности отечественных производителей по наращиванию выпуска и замещению выпадающей импортной продукции выглядят ограниченными, в результате сокращение предложения вызывает существенный рост цен. Угроза неконтролируемого роста внутренних цен на продовольствие заставляет отказываться от тех возможностей, которые открываются в связи с девальвацией, в частности – от наращивания экспорта зерна.

В 2015 г. ситуация на рынке труда осложнится. Однако маловероятен рост числа безработных на 34%, как это имело место в 2009 г., более вероятен умеренный «отклик» объема занятости на снижение выпуска. В то же время высока вероятность снижения численности экономически активного населения вслед за снижением численности возрастных групп со значимой экономической активностью. Как показывает предварительный расчет, при сохранении существующих уровней экономической активности, снижение численности экономически активных составит 0,7%, рост численности безработных – 4,8%, уровень безработицы – 6,3%.

МАКРОЭКОНОМИКА И ФИНАНСЫ: ИТОГИ И ПОСЛЕДСТВИЯ ВАЛЮТНОГО КРИЗИСА

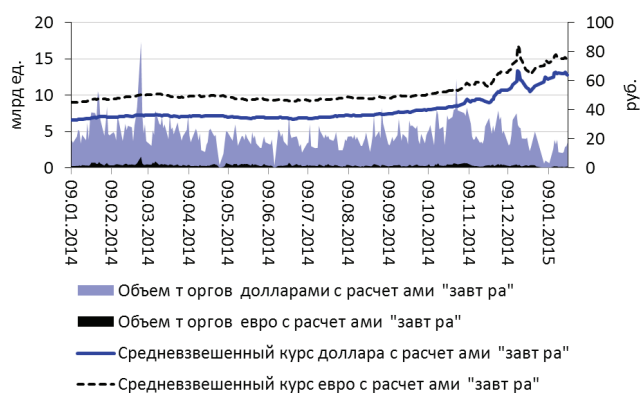
1. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ИНФЛЯЦИЯ

1.1. Масштаб эффекта переноса курса в цены: от чего это зависит?

Валютная паника и резкая девальвация рубля в середине декабря 2014 г. стали первым ударом кризиса, связанного с падением цен на нефть. При этом российская валюта ослабела в гораздо большей степени, чем какая бы то ни было из «ресурсных» валют в мире: в условиях кризиса вокруг Украины и западных санкций экономические агенты оценивают рублевые риски при дешевеющей нефти чрезвычайно высоко. Укрепление рубля во второй половине декабря оказалось кратковременным, а стабилизация рубля в районе значений 65 руб. за доллар в середине января совпала с периодом стабилизации нефтяных цен. Между тем еженедельные темпы инфляции во второй половине декабря – первой половине января держатся на уровне около 0,8%, отыгрывая эффект переноса курса в цены. В результате годовые значения инфляции могут выйти на уровень около 13% уже по итогам января. В феврале – марте инфляция может превысить уровень 15%. Стабилизация инфляции к середине и во второй половине года возможна лишь при стабилизации курса и умеренной денежно-кредитной политике.

Предпринятые в середине декабря ЦБ РФ и правительством РФ меры по стабилизации ситуации на валютном рынке привели к значительному укреплению рубля. Однако в конце декабря курс рубля вновь резко снизился до уровня 66 руб. за доллар. Этому способствовало дальнейшее падение цен на нефть, которые 13 января впервые с весны 2009 г. оказались меньше 45 долл./барр. сорта «Брент». Дополнительное давление на курс могли оказать бюджетные расходы, традиционно возрастающие в конце года – в текущих условиях значительная часть рублевых выплат направляется на покупку иностранной валюты. Во второй декаде января курс стабилизировался на достигнутом уровне, что совпало со стабилизацией цен на нефть.

Таким образом, по итогам 2014 г. рубль подешевел значительно сильнее, чем валюты других стран – экспортеров нефти (см. рис. 2). При этом в 2012–2013 гг. макроэкономическая динамика РФ в целом укладывалась в рамки изменений основных показателей других стран – экспортеров нефти. Ключевым фактором столь масштабного падения рубля в 2014 г. стал чрезвычайно высокий отток частного капитала, достигший за 2014 г. 151,5 млрд долл. США (против 61 млрд долл. США в 2013 г.). Усиление оттока капитала было вызвано геополитическими конфликтами, в которые вовлечена



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 1. Динамика биржевых курсов долларов и евро к рублю и объем торгов на валютном рынке

Россия. В результате российские заемщики потеряли возможность привлечения заимствований на внешних рынках и рефинансирования накопленных долгов. Дополнительным фактором давления на рубль стали самоподдерживающиеся девальвационные ожидания – по мере падения курса рубля все большая часть экономических агентов направляла свободные рублевые средства на покупку иностранной валюты.

В случае дальнейшего снижения цен на нефть рубль вновь окажется под давлением. В этой ситу-

Таблица 1

НЕКОТОРЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ
ОСНОВНЫХ СТРАН – ЭКСПОРТЕРОВ НЕФТИ В 2012–2014 ГГ.

	Темп годового прироста ВВП, %			Сальдо финансового счета (кроме резервных активов), млрд долл			Международные резервы (без учета золота), млрд долл. на конец периода		
	2012	2013	I–III кв. 2014	2012	2013	1-е п/г 2014	2012	2013	III кв. 2014
Россия	3,4	1,3	0,8	-25,7	-45,0	-80,7	486,6	469,6	409,2
Саудовская Аравия	5,8	4,0	3,6	-6,4	-58,2	-32,6	656,5	725,3	744,5
Иран	-6,6	-1,9	1,5	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Ирак	10,3	4,2	-2,7	-16,2	н/д	н/д	68,7	76,1	67,7
Нигерия	4,3	5,4	6,1	-1,3	6,8	н/д	43,8	42,8	38,3
ОАЭ	4,7	5,2	4,3	н/д	н/д	н/д	47,0	68,2	77,4
Ангола	5,2	4,1	5,3	-9,0	-7,9	н/д	33,4	32,8	28,0
Венесуэла	5,6	1,3	-3,0	-8,7	н/д	н/д	9,9	6,0	н/д
Норвегия	2,7	0,7	2,1	-51,1	-41,0	-36,6	51,9	58,3	67,0
Канада	1,9	2,0	2,4	65,7	61,4	25,2	68,4	71,8	73,6
Мексика	4,0	1,4	1,6	51,4	61,0	32,2	104,4	113,9	188,5
Казахстан	5,0	6,0	4,6	-0,9	4,3	1,1	22,1	19,1	20,8
Кувейт	8,3	-0,4	1,4	-80,7	-68,9	н/д	28,9	29,4	33,4
Катар	8,8	3,6	5,9	-38,3	-49,7	-27,6	32,5	41,6	43,3
Ливия	104,5	-13,6	-19,8	-7,9	-4,1	н/д	118,4	115,2	93,3

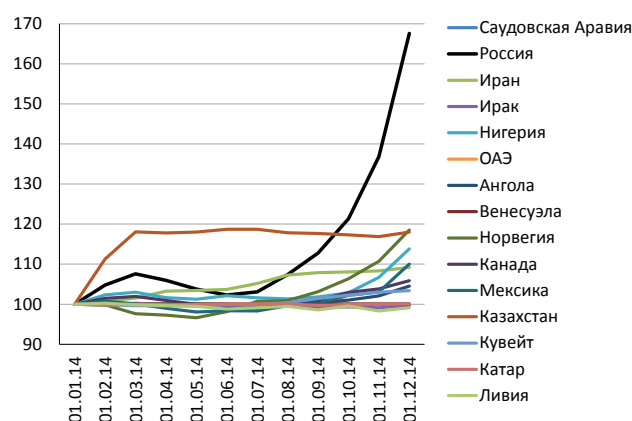
Источник: World Economic Outlook, IFS, ЦБ Казахстана и Нигерии.

ации главной задачей денежных властей должно стать недопущение повторения валютной паники. В случае соблюдения договоренностей о регулярной продаже валютной выручки экспортерами и ограничении рублевой ликвидности эта задача, на наш взгляд, является решаемой. Продолжающееся сокращение импорта будет способствовать стабилизации платежного баланса. Одним из главных рисков при этом является возможное расширение денежной эмиссии, которая приведет как к ускорению инфляции, так и к давлению на валютный рынок. Дополнительным фактором риска является необходимость стабилизировать банковскую систему после резкого повышения базовой ставки Банком России (см. Раздел 2).

Как и ожидалось, инфляция в декабре резко ускорилась – в течение последних двух недель года ИПЦ рос темпом 0,9% в неделю. В результате, ИПЦ за 2014 г. достиг 11,4% по сравнению с 6,5% в 2013 г.

Таким образом, к концу 2014 г. потребительская инфляция в России достигла максимального уровня в годовом выражении с августа 2009 г. Если же рассматривать месячные значения, то – при исключении январских показателей, которые традиционно были максимальными в связи с индексацией тарифов на услуги ЖКХ, – декабрьская инфляция оказалась максимальной с июля 1999 г.

С 1 по 19 января ИПЦ вырос на 1,5%, т.е. оказался почти в четыре раза выше, чем в аналогичном



Источник: oanda.com.

Рис. 2. Динамика среднемесячных обменных курсов валют крупнейших стран – экспортеров нефти в 2014 г. (январь 2014 = 100)

периоде прошлого года (0,4%). Таким образом, уже по итогам января в годовом измерении инфляция приблизится к значению 13%. При этом эффект переноса ослабления рубля в цены еще не проявился в полной мере и будет продолжать влиять на темпы роста потребительских цен. Учитывая возможное дальнейшее ослабление рубля, ИПЦ в 2015 г. в годовом выражении неизбежно превысит максимум кризисного 2009 г. (15%) и может достигнуть 20% в первой половине 2015 г., однако затем начнет снижаться, и в целом за 2015 г. может составить

около 15% при условии стабильности курса рубля и сдержанной денежно-кредитной политики (см. Раздел 1.1).

Заметим, что, по оценке Минэкономразвития России, в ноябре 2014 г. впервые с октября 2009 г. темп прироста ВВП к аналогичному периоду предыдущего года оказался отрицательным, снизившись на 0,5%. Однако это снижение, по всей видимости, является лишь началом масштабной рецессии: по итогам 2015 г. падение ВВП может достигнуть 5%, что будет дополнительно осложнять ситуацию в банковском секторе и на валютном рынке.



Источник: Росстат, расчеты авторов.

Рис. 3. Динамика ИПЦ в РФ в годовом выражении

Резкая девальвация ведет к росту цен на импорт в национальной валюте (эффект переноса курса в цены). Масштаб переноса зависит в том числе от уровня зависимости экономики от импорта, характера этой зависимости, конкурентности внутренних рынков, а также в большой степени – от общей макроэкономической динамики (ожидания экономических агентов), предшествующей инфляции, ожиданий будущей динамики обменного курса. По нашим оценкам, эффект переноса обменного курса в цены потребительских товаров в России составляет от 10 до 20%, иными словами, при ослаблении рубля на 1% потребительские цены вырастает на 0,1–0,2%.

В экономической литературе выделяют несколько базовых механизмов влияния колебаний обменного курса на внутренние цены: прямой, косвенный и через прямые иностранные инвестиции (ПИИ).

Прямой механизм связан с непосредственным изменением внутренних цен на импортные товары в национальной валюте (см. Obstfeld, Rogoff, 2001).

Косвенный механизм связан с возможностью взаимного замещения импортных и национальных товаров как на внутреннем («внутреннее замещение»), так и на внешних («внешнее замещение») рынках торговых партнеров (см.: Obstfeld, 2001; Engel, 2002 и др.). Так, ослабление национальной валюты будет приводить, с одной стороны, к росту внутреннего спроса на отечественные товары («внутреннее замещение»), поскольку цены импортных товаров в национальной валюте повышаются, а с другой – к увеличению иностранного спроса на отечественные товары («внешнее замещение») из-за снижения их относительной стоимости. В результате возрастут отечественное производство, заработная плата и внутренние цены.

Механизм влияния обменного курса на внутренние цены через прямые иностранные инвестиции основан на эффекте, связанном с переносом производства иностранных фирм и соответствующими изменениями направлений ПИИ. При продолжительном ослаблении национальной валюты какой-либо страны для иностранных фирм – экспортеров

становится более выгодным перенести производство в нее, что приводит к росту внутреннего выпуска, увеличению спроса на труд, повышению заработной платы и, как следствие, уровня внутренних цен.

Согласно одной из базовых концепций соотношения цен в межстрановом разрезе – паритета покупательной способности (ППС), – перенос колебаний обменного курса на внутренние цены должен быть полным, т.е. эластичность внутренних цен по обменному курсу должна равняться 1 (или 100%). Однако во многих случаях предпосылки, лежащие в основе концепции ППС, в реальности не выполняются, что может приводить к различиям в масштабах эффекта переноса. Эти различия в отдельных странах могут определяться:

- наличием транспортных издержек, которые повышают стоимость импортных товаров и ослабляют влияние колебаний обменного курса на агрегированные индексы цен (Obstfeld, Rogoff, 2000);
- различиями в структуре потребления товаров (импортные товары могут занимать различную долю в ней; см.: McCallum, Nelson, 2000) и услуг (потребитель оплачивает маркетинговые неторгуемые услуги, услуги посредников и т.д., поэтому «доля цены» товара, подверженная колебаниям обменного курса, может быть существенно меньшей; см.: Vacchetta, Wincoop, 2003);

- возможностью дискриминации различных рынков (pricing-to-market; см.: Knetter, 1994), из-за чего величина эффекта переноса будет различаться на разных рынках;
- различиями в моделях ценообразования фирм: выбор уровня цен и объема производства исходя из максимизации прибыли приводит к большему масштабу эффекта переноса (см.: Phillips, 1988), а выбор в пользу максимизации доли рынка – к меньшему (см.: Ohno, 1990);
- валютой ценообразования: в странах с менее стабильной национальной валютой будет больше импортных товаров, цены на которые формируются в иностранной валюте (Gopinath et al., 2007; Devereux et al., 2004);
- степенью взаимозаменяемости отечественных и иностранных промежуточных товаров: при колебаниях обменного курса промежуточная импортная продукция заменяется отечественной (см.: Obstfeld, 2001);
- степенью сегментированности рынков: масштаб эффекта переноса меньше в более сегментированных отраслях, где у фирм больше возможностей для дискриминации потребителей (Goldberg, Knetter, 1996);
- ожиданиями будущей динамики обменного курса (Froot, Klemperer, 1989);
- наличием ценовой дискриминации (см.: Vacchetta, Wincoop, 2003).

Значимую роль для величины эффекта переноса может играть макроэкономическая ситуация. Так, при высокой волатильности обменного курса импортерам становится невыгодным частое изменение цен, что приводит к уменьшению эффекта переноса (см.: Engel, Rogers, 1998). Общая стабильность спроса на товары также может влиять на величину эффекта: при частых изменениях совокупного спроса фирмам-импортерам невыгодно менять цены, что приведет к его уменьшению (см.: Mann, 1986).

Согласно выводам Дж. Тейлора, чем выше уровень, продолжительность и волатильность инфляции, тем больше эффект переноса (Taylor, 2000). Авторы других работ эту взаимосвязь подтвердили, показав, что в странах с низким уровнем инфляции наблюдается незначительный эффект переноса, а в большинстве стран с традиционно высокой инфляцией он больше (Engel, 2002; Calvo, Reinhart, 2002). При этом по мере стабилизации экономической ситуации уменьшается и эффект переноса (Gagnon, Ihrig, 2004; McCarthy, 2000).

Дополнительной причиной различий в масштабах эффекта переноса может быть асимметричная

жесткость цен (см.: Dolado et al., 2005): цены товаров по-разному реагируют на изменение издержек их производства – слабее на снижение и сильнее на повышение. Тогда изменения обменного курса, приводящие к росту или снижению стоимости промежуточных товаров, будут приводить к изменению издержек производства конечной продукции, что будет по-разному влиять на динамику конечных цен, т.е. эффект переноса при укреплении или ослаблении валюты будет различаться (Cozmâncă, Manea, 2010). В некоторых работах было показано, что чем выше в стране инфляция, тем больше асимметрия эффекта переноса (см.: Flodén, Wilander, 2006).

Можно сформулировать теоретические гипотезы о том, что основными факторами, определяющими величину эффекта переноса в кратко- и среднесрочном периодах в России, выступают:

- обменный курс национальной валюты;
- денежная масса, позволяющая отразить влияние денежно-кредитной политики на структурные особенности эффекта переноса;
- уровень цен на нефть как важный фактор внешнеторгового баланса России, что, в свою очередь, сказывается на колебаниях обменного курса рубля;
- показатель выпуска в экономике.

Для получения оценок величины эффекта переноса целесообразно использовать модель векторной авторегрессии или векторной модели коррекции ошибок, которая анализирует динамику экономических показателей и позволяет отслеживать характерные структурные изменения эффекта переноса, в том числе в долгосрочном периоде.

По нашим оценкам, эффект переноса обменного курса в цены потребительских товаров в России составляет от 10 до 20% в зависимости от валюты и периода оценки. Иными словами, при ослаблении рубля на 1% потребительские цены вырастают на 0,1–0,2%. При этом скорость учета изменений курса в ценах варьируется от 2 до 8 месяцев, возрастая при резких колебаниях курса. С учетом практически двукратного ослабления рубля за 2014 г. как к доллару США, так и к евро (т.е. падения курса рубля на 50% к доллару и евро), вклад эффекта переноса в прирост ИПЦ может достичь 10 п.п.

Ослабление рубля уже отразилось в ценах 2014 г. Но так как основное снижение курса пришлось на конец года, вряд ли цены абсорбировали более 20–30% величины эффекта переноса. Отчасти это подтверждается динамикой инфляции: в начале осени прирост ИПЦ за год прогнозировался денежными властями на уровне 7–8%, а фактически потребительская инфляция в 2014 г. равнялась 11,4%. Таким образом, вклад эффекта переноса в

инфляцию 2015 г. может достичь 7–8 п.п. при условии стабилизации курса рубля на текущих уровнях около 65 руб. за доллар США. Учитывая, что при стабильном курсе ИПЦ за 2015 г. вряд ли опустился бы ниже уровня 4–5%, инфляция за 2015 г. после масштабного ослабления национальной валюты может составить 11–13%.

Литература

1. Салицкий И. (2010). Перенос обменного курса рубля в цены импорта Российской Федерации // Экономическая политика. № 6. С. 176–195. [Salitsky I. (2010). Exchange Rate Pass-through into Import Prices in Russian Federation // *Ekonomicheskaya Politika*. No 6. P. 176–195.]
2. Vacchetta P., Wincoop E. (2003). Why Do Consumer Prices React Less than Import Prices to Exchange Rates? // *Journal of the European Economic Association*. Vol. 1, No 2–3. P. 662–670.
3. Bailliu J., Fujii E. (2004). Exchange Rate Pass-through and the Inflation Environment in Industrialized Countries: An Empirical Investigation // *Bank of Canada Working Paper*. No 2004-21.
4. Ball L., Mankiw G. N., Romer D. (1988). The New Keynesian Economics and the Output–Inflation Trade-off // *Brookings Papers on Economic Activity*. Vol. 1988, No 1. P. 1–82.
5. Beirne J., Bijsterbosch M. (2011). Exchange Rate Pass-through in Central and Eastern European EU Member States // *Journal of Policy Modeling*. Vol. 33, No 2. P. 241–254.
6. Bitans M. (2004). Pass-through of Exchange Rates to Domestic Prices in East European Countries and the Role of Economic Environment // *Bank of Latvia Working Paper*. No 4/2004.
7. Calvo G. A., Reinhart C. M. (2002). Fear of Floating // *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 117, No 2. P. 379–408.
8. Cozmânca B. O., Manea F. (2010). Asymmetries in the Exchange Rate Pass-through into Romanian Price Indices // *Romanian Journal of Economic Forecasting*. No 1. P. 21–44.
9. Devereux M. B., Engel C., Storgaard P. E. (2004). Endogenous Exchange Rate Pass-through When Nominal Prices Are Set in Advance // *Journal of International Economics*. Vol. 63, No 2. P. 263–291.
10. Dolado J. J., María-Dolores R., Naveira M. (2005). Are Monetary-Policy Reaction Functions Asymmetric? The Role of Nonlinearity in the Phillips Curve // *European Economic Review*. Vol. 49, No 2. P. 485–503.
11. Engel C., Rogers J. (1998). Regional Patterns in the Law of One Price: The Roles of Geography versus Currencies // *The Regionalization of the World Economy*. University of Chicago Press.
12. Engel C. (2002). The Responsiveness of Consumer Prices to Exchange Rates and the Implications for Exchange-Rate Policy: A Survey of a Few Recent New Open-Economy // *NBER Working Paper*. No w8725.
13. Flodén M., Wilander F. (2006). State Dependent Pricing, Invoicing Currency, and Exchange Rate Pass-through // *Journal of International Economics*. Vol. 70, No 1. P. 178–196.
14. Froot K. A., Klemperer P. D. (1989). Exchange Rate Pass-through When Market Share Matters // *The American Economic Review*. Vol. 79, No 4. P. 637–654.
15. Gagnon J. E., Ihrig J. (2004). Monetary Policy and Exchange Rate Pass-through // *International Journal of Finance & Economics*. Vol. 9, No 4. P. 315–338.
16. Goldberg P. K., Knetter M. M. (1996). Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned? // *NBER Working Paper*. No w5862.
17. Gopinath G., Itskhoki O., Rigobon R. (2007). Currency Choice and Exchange Rate Pass-through // *NBER Working Paper*. No w13432.
18. Knetter M. M. (1994). Is Export Price Adjustment Asymmetric? Evaluating the Market Share and Marketing Bottlenecks Hypotheses // *Journal of International Money and Finance*. Vol. 13, No 1. P. 55–70.
19. Mann C. L. (1986). Prices, Profit Margins, and Exchange Rates // *Federal Reserve Bulletin*. Vol. 72. P. 366–379.
20. McCallum B., Nelson E. (2000). Monetary Policy for an Open Economy: An Alternative Framework with Optimizing Agents and Sticky Prices // *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 16, No 4. P. 74–91.
21. McCarthy J. (2000). Pass-through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies // *FRB of New York Staff Report*.
22. Obstfeld M., Rogoff K. (2000). New Directions for Stochastic Open Economy Models // *Journal of International Economics*. Vol. 50, No 1. P. 117–153.
23. Obstfeld M., Rogoff K. (2001). The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause? // *NBER Macroeconomics Annual 2000*. Vol. 15. MIT Press. P. 339–412.

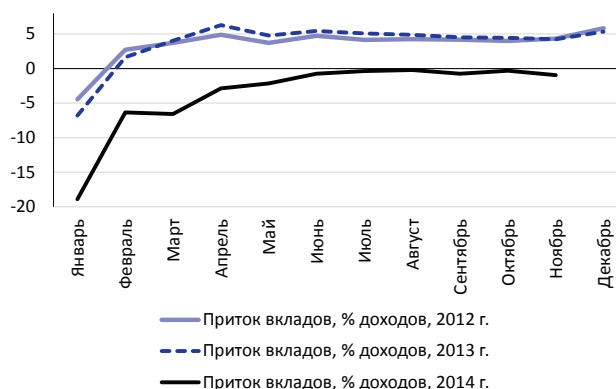
24. *Obstfeld M.* (2001). International Macroeconomics: Beyond the Mundell–Fleming Model // NBER Working Paper. No w8369.
25. *Ohno K.* (1990). Exchange rate fluctuations, pass-through, and market share // Staff Papers-International Monetary Fund. P. 294–310.
26. *Phillips R. W.* (1988). The Pass-through of Exchange Rate Changes to Prices of Imported Manufacturers // Australian National University. Centre for Economic Policy Research. N 197.
27. *Takhtamanova Y. F.* (2010). Understanding Changes in Exchange Rate Pass-through // Journal of Macroeconomics. Vol. 32, No 4. P. 1118–1130.
28. *Taylor J. B.* (2000). Low Inflation, Pass-through, and the Pricing Power of Firms // European Economic Review. Vol. 44, No 7. P. 1389–1408.

2. НА ИГЛЕ ГОСФИНАНСИРОВАНИЯ: ПРОБЛЕМЫ И РИСКИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

Проблемы российской банковской системы начали формироваться еще до введения санкций и падения цен на нефть. Дефицит привлеченных средств формировался за счет сокращения как притока частных вкладов, так и иностранного финансирования. В результате резко возросла зависимость банковской системы от рефинансирования со стороны Банка России; объем задолженности банков перед денежными властями превысил 10% ВВП, тогда как в 2009 г. он достигал лишь 8%. Два этих показателя – дефицит привлеченных средств и рост задолженности перед денежными регуляторами – отражают снижающийся уровень доверия к российским банкам. Снижение рентабельности банковской деятельности и показателей достаточности капитала создают серьезные риски для банковской системы на фоне роста ключевой ставки, неизбежного ухудшения кредитного портфеля и необходимости переоценки валютной части активов. В зоне риска могут оказаться до половины крупнейших кредитных организаций.

Замедление притока частных вкладов намечалось еще в конце 2013 г. как реакция клиентов банков на активизацию процесса отзовов лицензий кредитных организаций. С начала 2014 г. добавилась фактор девальвации, в результате приток новых депозитов населения практически прекратился. Если в предыдущие годы население сберегало на банковских счетах около 5% своих доходов, то за 11 месяцев 2014 г. объем вкладов сократился примерно на 1% от величины денежных доходов (см. рис. 1).

Еще до введения ограничений на внешние займы для российских госбанков динамика совокупной задолженности банков перед нерезидентами стала негативной. В методологии платежного баланса сокращение иностранных обязательств банков началось со II квартала текущего года и составило 7,4 и 11,3 млрд долл. во II и III кварталах. По балансовой отчетности кредитных организаций объем иностранных пассивов также сокращается с апреля 2014 г. С максимума (176 млрд долл.) на 1 апреля 2014 г. к 1 декабря внешняя задолженность сократилась на 30 млрд долл. (на 17%), из них 22 млрд долл. пришлось на Сбербанк и другие круп-



Источник: Банк России, Росстат, расчеты авторов.
Рис. 1. Приток вкладов населения в банки за период с начала года в % от денежных доходов населения

ные госбанки, что приблизительно отражает их долю в совокупной задолженности перед нерезидентами (около 60%).

Проблема внешнего фондирования смягчается тем, что для финансирования погашения внешней задолженности использованы были внешние же активы банковского сектора, которые за тот же период сократились на 42 млрд долл. (из них 30 млрд долл. – снижение активов госбанков), т.е. вложе-

ния в зарубежные активы снизились даже сильнее внешней задолженности. Последнее объясняется, вероятно, определенными предосторожностями в ожидании возможного усиления санкционного давления.

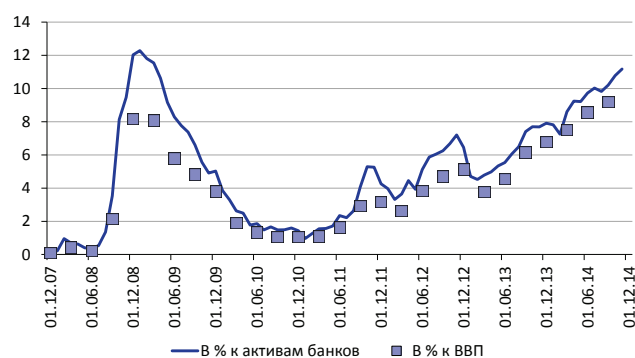
Первая оценка платежного баланса за 2014 г. в целом подтверждает балансовые данные банков: за последние три квартала 2014 г. внешние обязательства сократились на 38 млрд долл. Немного отличается динамика иностранных активов, которые в методологии платежного баланса сократились за II–IV кв. лишь на 9 млрд долл. Это может быть связано или с данными за декабрь, или с операциями ВЭБа¹, который мог в отличие от банков наращивать зарубежные активы.

Негативная динамика основных сегментов привлеченных средств закономерно вела к *росту зависимости банковского сектора от рефинансирования со стороны Банка России и Минфина России*. За 11 месяцев 2014 г. задолженность банков перед денежными властями выросла на 3,4 трлн руб., или на 75%, достигнув 8 трлн руб. Это составляет более 11% совокупных активов банков и почти достигает максимальных значений 2009 г. (12,3%). По отношению же к размерам экономики показатель зависимости превысил 10% ВВП, тогда как в 2009 г. он достигал лишь 8% ВВП.

По предварительным оценкам, в декабре 2014 г. суммарная задолженность банков перед Банком России и Минфином в рублях выросла на 266 млрд руб. Кроме того, в декабре банки активно привлекали средства регуляторов в иностранной валюте: по предварительным оценкам, на 1 января 2015 г. задолженность банков по операциям валютного РЕПО превысила 20 млрд долл. и еще 3 млрд долл. размещено на депозитах Минфина России.

Растущий уровень задолженности банков перед денежными регуляторами отражает снижающуюся степень доверия отечественным банкам со стороны иностранных кредиторов и населения. В краткосрочном периоде господдержка позволяет смягчить последствия кризиса. На рисунке хорошо видно, что в кризис 2008–2009 гг. зависимость банков от государства сошла на минимум менее, чем за два года. Сейчас же процесс носит более системный характер: господдержка уже в большей степени свидетельствует о неспособности банковского сектора адаптироваться к изменяющимся рыночным условиям, скрывая остроту проблем с ликвидностью и ресурсами. В первую очередь это касается сегмента госбанков, где уровень государства в пассивах особенно велик.

¹ Данные по сектору банки в методологии платежного баланса включают данные по ВЭБу.

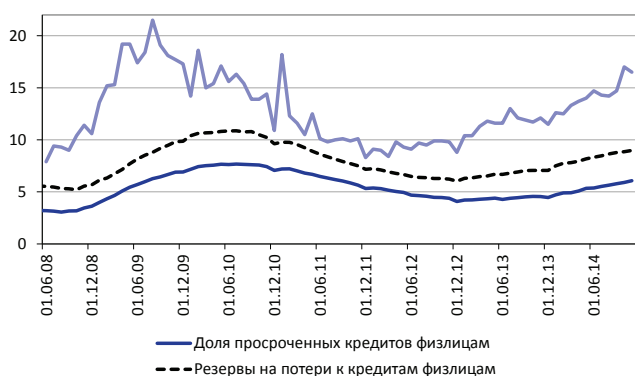


Источник: Банк России, Минфин, Росстат, оценки авторов.

Рис. 2. Господдержка банковского сектора по отношению к активам банков и размеру российской экономики

2014 год ознаменовался замедлением темпов роста совокупного кредитного портфеля банков, что стало следствием проблем с ресурсной базой. Годовые темпы роста кредитной задолженности физических и юридических лиц снизились с 16,6% по итогам 2013 г. до 10,9% по итогам ноября 2014 г. Замедление роста кредитного портфеля сопровождалось ухудшением его качества. За 11 месяцев с начала года РВПС вырос на 754 млрд руб. (на 32%), почти половина роста – резервы по просроченным кредитам (344 млрд руб.) Просроченная задолженность выросла на 472 млрд руб. (34%), притом что совокупный кредитный портфель (без учета МБК) вырос на 20% в номинале.

Наиболее ярко выраженной динамикой качества кредитного портфеля оказалась в его розничном сегменте. Доля просроченной задолженности населения выросла к 1 декабря до 6,1%, а объем резервов на потери по кредитам физлицам – до 8,9% от кредитной задолженности физлиц перед банками. Кроме того, в октябре – ноябре резко вырос объем платежей, не погашенных в срок, – до 17% в целом по всем кредитам, в том числе до 19% по потребительским кредитам (рис. 3).



Источник: Банк России.

Рис. 3. Показатели качества розничного кредитного портфеля

Показатели качества розничных кредитов по итогам ноября 2014 г. приблизительно соответствуют уровню лета 2009 г. Отличительной особенностью текущей ситуации является то, что по итогам ноября 2014 г. темп роста задолженности физлиц еще оставался положительным, тогда как летом 2009 г. он уже упал ниже нуля. Это означает, что сейчас потенциал роста «плохих долгов» будет выше даже в относительном выражении, не говоря уже об абсолютных объемах.

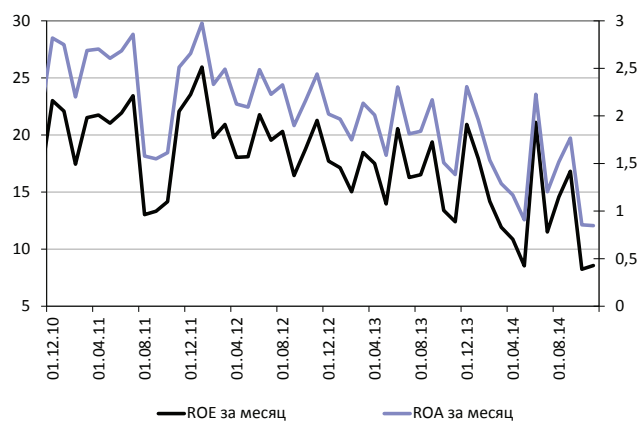
Рентабельность банковского сектора последовательно снижается уже несколько лет. В последние месяцы этот процесс ускорился под воздействием двух факторов: ухудшения качества кредитного портфеля, требующего увеличения отчислений в резервы, а также роста ключевой ставки ЦБ, ведущей к увеличению стоимости обслуживания средств денежных властей. Кредитные ставки не в полной мере откликаются на рост ключевой ставки. С января по ноябрь ключевая ставка выросла на 4 п.п., а средняя ставка по рублевым кредитам нефинансовым организациями – менее, чем на 3 п.п.

В октябре – ноябре 2014 г. рентабельность активов упала ниже 1%, а рентабельность собственных средств – ниже 9% в годовом выражении.

Возможная реализация банковских рисков, предрасположенных описанными выше тенденциями, затронет прежде всего банки с дефицитом собственных средств.

Снижение рентабельности лишает банки основного источника пополнения капитала (в 2013–2014 гг. капитализация прибыли обеспечивала более 50% прироста регулятивного капитала). Достаточность капитала по банковской системе в целом неуклонно снижалась. По официальным данным, на 1 ноября Н1 снизился до 12,2% по сравнению с 13,5% на начало года. По предварительным оценкам на 1 декабря 2014 г.¹ достаточность капитала по банковской системе в целом снизилась до 11,9%.

Это чрезвычайно низкие показатели, подтверждающие потребность банковского сектора в масштабной докапитализации. Для сравнения, минимальный уровень достаточности капитала в 2008 г. составлял 14,5% (на 1.10.2008). За последующий год капитал банковского сектора был увеличен на 1,3 трлн руб., в том числе на 0,5 трлн руб. за счет



Источник: Банк России.

Рис. 4. Рентабельность банковского сектора за месяц в годовом выражении, %

взносов в уставный капитал и на 0,9 трлн руб. за счет субординированных кредитов. В результате, капитал вырос на 41%, а достаточность капитала 1.10.2009 г. превысила 20%. В условиях конца 2014 г. рост капитала на 40% (аналогичный 2008–2009 гг.) означает докапитализацию в объеме свыше 3 трлн руб. (с 7,9 до 11,1 трлн руб.). При этом даже при стабильном уровне активов показатель достаточности капитала вырастет с текущих 11,9% до 16,6%. Запланированный 1 трлн руб. увеличит достаточность капитала только до 13,5%, что ниже докризисного уровня 2008 г.

Низкий уровень достаточности опасен тем, что выполнение Н1 в целом по системе может сопровождаться его нарушением или критической близостью к порогу для отдельных банков. Так, на 1 декабря 2014 г. при среднем значении Н1 в 11,9% 5 банков из 10 крупнейших имели Н1 ниже 11% (при пороге в 10%), в том числе Газпромбанк и все банки группы ВТБ (ВТБ, ВТБ24 и Банк Москвы). Всего среди 100 крупнейших банков 22 банка обладали достаточностью ниже 11%, в том числе 3 банка допустили снижение достаточности ниже 10%. На эти банки приходится 35% активов 100 крупнейших банков, или 32% активов всей банковской системы.

С учетом необходимой переоценки валютной части активов, временно отложенной Банком России на 1 квартал, в зону риска может попасть гораздо большее число кредитных организаций – вплоть до половины крупнейших банков, если не будет проведена их своевременная докапитализация.

¹ Рассчитано на основе банковской отчетности, размещенной на сайте Банка России.

2.1. Одностороннее движение: динамика капитальных операций частного сектора

Главной причиной резкого роста чистого оттока капитала в 2014 г. стал переход от привлечения к погашению внешних займов и инвестиций. Кроме того, резко увеличились вложения в наличную иностранную валюту. Масштабы чистого оттока капитала по итогам 2014 г. оказались меньше показателей кризисного периода 2008–2009 гг., однако приток иностранных инвестиций в небанковский сектор экономики упал даже ниже уровня того периода.

Согласно первой оценке платежного баланса за 2014 г., чистый отток капитала из негосударственного сектора составил 150 млрд долл., что на 96 млрд долл. больше, чем годом ранее¹ (см. табл. 1).

Увеличение чистого оттока капитала в 2014 г. по сравнению с 2013 г. было обусловлено, во-первых, сокращением притока внешних займов, в том числе переходом к чистому погашению внешней задолженности банковским сектором, а также прочими секторами в части обязательств, не включаемых в состав прямых инвестиций. Во-вторых, значимый вклад в динамику чистого оттока капитала внесли операции с наличной иностранной валютой.

¹ При сопоставлении потоков капитала данные за 2013 г. очищены от влияния сделки Роснефти по покупке ТНК-ВР, внешних займов Роснефти на эти цели и операций, связанных с увеличением инвестиций ВР в капитал Роснефти.

Рост вложений в иностранные активы небанковского сектора был, главным образом, обеспечен увеличением вложений в наличную иностранную валюту. Если за 2013 г., по оценкам Банка России, объем наличной иностранной валюты на руках у российских резидентов практически не изменился, то за 2014 г. он вырос на 34 млрд долл. Рост прочих активов небанковского сектора оказался почти на 30% меньше, чем годом ранее (67 против 95 млрд), компенсировав рост спроса на наличную иностранную валюту.

В части внешних обязательств небанковский сектор кардинально сократил объемы привлечения средств нерезидентов. Вместо 49 млрд долл., привлеченных в 2013 г., внешние обязательства небанковского сектора увеличились в 2014 г. лишь на 1 млрд. На 27 млрд сократился приток прямых иностранных инвестиций (19 против 46 млрд долл.).

Таблица 1

СРАВНЕНИЕ ОСНОВНЫХ ЭЛЕМЕНТОВ ФИНАНСОВЫХ ОПЕРАЦИЙ ЧАСТНОГО СЕКТОРА РФ С ВНЕШНИМ МИРОМ В 2014 Г. С 2013 Г. И КРИЗИСНЫМ ПЕРИОДОМ 2008–2009 ГГ., МЛРД ДОЛЛ.

	III кв. 2008 - II кв. 2009	2013 год	2014 год	Разница 2014 и 2008–2009 гг.	Разница 2014 и 2013 гг.
Сальдо финансовых операций частного сектора («+/-» - приток / отток капитала)	-182,6	-53,5	-149,9	32,7	-96,4
В том числе					
Банковский сектор	-81,9	-7,5	-49,8	32,1	-42,3
Внешние обязательства	-46,8	20,4	-37,1	9,7	-57,5
Внешние активы	-35,1	-27,9	-12,7	22,4	15,2
Прочие секторы	-100,8	-46,1	-100,1	0,7	-54,0
Внешние обязательства	41,2	48,7	0,9	-40,3	-47,8
ПИИ	40,8	45,5*	18,6	-22,2	-26,9
Прочие обязательства	0,5	3,1**	-17,7	-18,2	-20,8
Внешние активы	-142,0	-94,7	-101,0	41,0	-6,3
Наличная валюта	-27,2	0,3	-33,9	-6,7	-34,2
Прочие активы	-114,8	-95,0***	-67,1	47,7	27,9
Справочно					
Сальдо счета текущих операций	55,6	34,1	56,7	1,1	22,6
Динамика международных резервов («+» - сокращение, «-» - рост)	132,2	22,1	107,5	-24,7	85,4

* исключены ПИИ ВР в Роснефть;

** исключены займы Роснефти на сделку с ТНК-ВР;

*** исключены инвестиции Роснефти в ТНК-ВР.

Источник: Банк России, оценки авторов.

Прочие внешние обязательства (портфельные инвестиции, ссуды и займы и прочие пассивы) в 2013 г. сократились соответственно на 18 млрд долл., после роста в 2013 г. на 3 млрд долл.

Банковский сектор (вследствие санкционных ограничений) практически полностью перестал привлекать внешние займы, погашая накопленную ранее внешнюю задолженность. Так, если в 2013 г. российские банки увеличили свою внешнюю задолженность на 20 млрд долл., то в 2014 г. она, напротив, уменьшилась на 37 млрд долл. Кроме того банки продолжили наращивать свои внешние активы, хотя и в меньшем объеме, чем годом ранее (13 млрд долл. в 2014 г. 28 млрд в 2013 г.). В итоге отток капитала через банковский сектор увеличился с 8 млрд долл. в 2013 г. до 50 млрд долл.

Тем не менее, чистый отток капитала в 2014 г. все-таки оказался на 33 млрд долл. ниже, чем в кризис 2008–2009 гг. (с III кв. 2008 г. по II кв. 2009 г.). При этом в ходе предыдущего кризиса небанковскому сектору удавалось увеличивать внешние обязательства, главным образом, прямые инвестиции, в большем объеме, чем в 2014 г. (41 млрд

долл. в кризис 2008–2009 гг. против 18 млрд долл. в 2014 г., причем с III квартала 2014 г. начался отток прямых иностранных инвестиций). Кроме того, более продолжительным теперь оказался и повышенный спрос на наличную иностранную валюту, накопление которой продолжается уже 6-й квартал подряд. В кризис 2008–2009 гг. прирост наличной иностранной валюты был положительным только в течение двух кварталов (IV кв. 2008 г. и I кв. 2009 г.), после чего российские резиденты стали постепенно от нее избавляться.

По остальным составляющим элементам чистого оттока капитала в 2014 г. ситуация оставалась заметно лучше кризиса 2008–2009 гг. Отток капитала из банковского сектора в кризис 2008–2009 гг. был на 32 млрд долл. больше, чем за 2014 г. Помимо значительного погашения внешней задолженности банки тогда более интенсивно наращивали свои иностранные активы. Иностранные активы небанковского сектора (за исключением наличной иностранной валюты) также в кризис 2008–2009 гг. выросли сильнее – на 48 млрд долл. больше, чем в 2014 г. (115 млрд долл. против 67 млрд долл.).

3. РЕГИОНАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ФИНАНСЫ В КОНЦЕ 2014 И 2015 Г.

Снижение доходов и отсутствие возможностей для заимствований заставит ограничивать расходы региональных и муниципальных бюджетов. Сократить дефицит в 2015 г. поможет инфляция.

В ноябре 2014 г. продолжилась тенденция снижения доходов региональных и местных бюджетов, наметившаяся в октябре: доходы консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации в октябре и ноябре упали на 2,7% и 6,8% к тем же месяцам 2013 г. в номинальном выражении (без Москвы и Санкт-Петербурга падение составило 2,4% и 2,2% соответственно). В результате, общий рост доходов накопленным итогом на 1 декабря сократился до 6,6%, хотя еще в сентябре он составлял 9,5%.

Можно выделить следующие основные причины сокращения доходов консолидированных бюджетов регионов:

- 1) сокращение поступлений налога на прибыль: с апреля по сентябрь 2014 г. поступления по налогу превышали поступления 2013 г. не менее, чем на 25% (в сентябре – на 53,6%), а в октябре и ноябре составили лишь 71,7% и 73,2% от уровня предыдущего года. Сокращение поступлений по данному налогу и снижение его доли в бюджетных доходах, по всей видимо-

сти, станет устойчивой тенденцией в среднесрочной перспективе;

- 2) снижение темпов роста поступлений от НДФЛ, которые в ноябре упали до минимального уровня – 100,9% (до октября включительно они составляли в среднем 107%) в номинальном выражении;
- 3) сокращение объемов межбюджетных трансфертов (88,9% от поступлений в ноябре 2013 г.).

В территориальном разрезе до сентября включительно доходы консолидированных бюджетов субъектов РФ росли относительно монотонно, в октябре-ноябре тенденция к снижению в большей степени обозначилась в регионах Центрального, Приволжского и Сибирского федеральных округов. Относительно благополучная ситуация сохраняется в Уральском ФО. В 30 регионах (включая г. Москву) доходы консолидированных бюджетов в октябре и ноябре составили менее 90% от уровня 2013 г. (в 5 из них – менее 80%).

Темпы роста расходов консолидированных бюджетов субъектов в январе – ноябре 2014 г. (без Крымского федерального округа) к соответствующему периоду прошлого года составили 105,6%, что, как и в случае с доходами, ниже темпов роста номинального ВВП.

Ситуация с государственным и муниципальным долгом пока находится под контролем: за 11 месяцев 2014 г. общий объем государственного и муниципального долга увеличился в среднем на 3,9%, а количество регионов, чей государственный долг превышает оценку годового объема налоговых и неналоговых доходов региона, должно остаться на уровне прошлого года (7 субъектов). В ноябре как государственный, так и муниципальный долг несколько снизились по сравнению с октябрём, что не типично для конца года, когда традиционно возрастают бюджетные расходы. Причиной этого является более осторожная финансовая политика региональных властей, которые поддерживали относительно высокий текущий профицит бюджета на фоне сократившихся возможностей заимствований. Предельный объем бюджетных кредитов ограничен законом о федеральном бюджете, кроме того кредиты стали непомерно дороги или вообще недоступны, размещение государственных и муниципальных ценных бумаг также невыгодно по причине высоких ставок.

При этом в ноябре наблюдалось обратное изменение структуры государственного и муниципального долга: кредиты кредитных организаций (доля выросла с 38,6% до 40,6% от общего объема консолидированного долга) вытесняли бюджетные кредиты (доля снизилась с 35,4% до 33,7%), что, очевидно, объясняется необходимостью погашения бюджетных кредитов, выданных до конца текущего финансового года.

С учетом тенденций октября и ноября прогноз темпов роста доходов консолидированных бюджетов субъектов Федерации в 2014 г. составляет 105,3%, что ниже темпов роста номинального ВВП.

Таким образом, общая ситуация с текущим исполнением региональных и местных бюджетов по доходам по итогам 2014 г. ожидается хуже (11,9% ВВП), чем в 2013 г., когда доходы и расходы консолидированных бюджетов субъектов достигли минимальных значений с 2000 г. (12,2% ВВП и 13,2% ВВП), а бюджетный дефицит, напротив – максимального (1% ВВП).

Сокращение возможностей по заимствованию средств на покрытие бюджетного дефицита приведет к снижению объема бюджетных расходов в реальном выражении, которые по итогам 2014 г. не должны превысить 12,4% ВВП. Дефицит составит не более 0,5% ВВП.

Ввиду отсутствия возможностей заимствования, снижения реального объема бюджетных доходов, а также ограничений по снижению заработной платы работникам государственных и муниципальных учреждений (из-за указов Президента от 7 мая 2012 г.), сокращение бюджетных расходов идет по пути объединения соответствующих учреждений, а при отсутствии или недостаточности этой меры – увольнения работников и полной ликвидации некоторых учреждений.

В 2015 г. ситуация с исполнением региональных и местных бюджетов, скорее всего, будет не менее напряженной, чем в 2014 г.: рост номинального объема бюджетных доходов будет поддерживаться ростом инфляции, которая превысит уровень, исходя из которого рассчитаны бюджетные доходы, и может перекрыть сокращение реального ВВП. Рост же расходных обязательств будет отставать от инфляции в силу заранее утвержденных тарифов, а также индексов роста заработных плат, которые изначально ориентировались на более низкий уровень инфляции. Вместе с тем сокращение реального объема доходов и возможностей заимствований для покрытия бюджетного дефицита резко повышает риск возникновения и роста просроченной кредиторской задолженности, а также неисполнения тех или иных бюджетных обязательств.

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР. ВНУТРЕННИЕ РЫНКИ. СОЦИАЛЬНАЯ СИТУАЦИЯ

Данных, демонстрирующих реакцию экономики и внутренних рынков на валютный шок декабря 2014 г., пока нет. Реакция экономики станет ясна по итогам января-февраля. Однако сформировавшиеся на протяжении последнего времени и в конце 2014 г. в экономике тенденции позволяют сделать предварительные предположения относительно механизмов развития кризиса в краткосрочной перспективе.

Масштабы внешней торговли будут быстро сокращаться. Помимо ценовых факторов – снижения цен на широкий круг товаров российского экспорта – следует отметить сокращение физических объемов экспортных поставок российского газа в конце 2014 г. При этом в наибольшей степени сокращался экспорт в страны СНГ и Таможенного союза. В начале 2015 г. стоит ожидать дальнейшего сокращения стоимостных объемов экспорта в связи с ухудшением ценовой конъюнктуры по широкому кругу товаров и объемов импорта в связи с сокращением внутреннего платежеспособного спроса. Мировые рынки и эксперты ожидают низких цен на нефть на протяжении 2015 г. – среднегодовая цена прогнозируется в диапазоне 50–58 долл./барр. Вместе с тем, в следующем году сокращения добычи в России скорее всего не произойдет. Однако в условиях технологических санкций и недостатка инвестиций такое сокращение неизбежно в последующие годы.

Фундаментальное влияние на динамику промышленности в 2014 г. оказывало продолжающееся сокращение инвестиционной активности, предопределившее последовательное замедление темпов роста выпуска на протяжении 2013–2014 гг. Несмотря на то, что перелома в этой тенденции не наблюдалось, в середине 2014 г. российская промышленность демонстрировала более высокие темпы роста, чем в 2013 г., что, вероятно, связано с ограниченной девальвацией рубля в начале 2014 г. Однако в конце года – на фоне снижения цен на нефть и роста напряженности на валютном рынке – этот тренд оказался прерван. О резкой перемене настроений свидетельствуют и данные конъюнктурных опросов ноября-декабря: инвестиционные планы, демонстрировавшие в середине года подъем, устремились к пятилетним минимумам. Недостаток инвестиционных ресурсов будет ограничивать возможности по замещению дорожающего импорта.

Рынок продовольствия находится под влиянием двойного шока, вызванного как девальвацией рубля, так и контрсанкциями, введенными Россией в начале осени. Здесь также возможности отечественных производителей по наращиванию выпуска и замещению выпадающей импортной продукции выглядят ограниченными, в результате снижение предложения вызывает существенный рост цен. Возникла угроза неконтролируемого роста внутренних цен на продовольствие.

4. РОССИЙСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ В КОНЦЕ 2014 Г.: НА ПЕРЕЛОМЕ ТRENДА?

Несмотря на продолжающееся снижение инвестиционной активности, ситуация в обрабатывающей промышленности в середине 2014 г. улучшилась. Вероятно, этому способствовала плавная девальвация второй половины 2013 и первой половины 2014 г. Однако в последние месяцы 2014 г. этот тренд оказался прерван. Несмотря на весьма позитивные результаты декабря, демонстрировавшие ускорение темпов роста как в добыче, так и в обработке, итоги IV квартала пока скорее свидетельствуют о возвращении к стагнации. В 2015 г. промышленность будет испытывать проблемы в связи с отсутствием инвестиционных ресурсов, резким сокращением платежеспособного спроса и ростом относительных издержек на импортное оборудование, материалы и комплектующие.

Структурные и конъюнктурные факторы динамики промышленности

Ключевым фактором динамики промышленности в 2013–2014 гг. стало снижение инвестиционной активности. В 2014 г. динамика инвестиций устойчиво находилась в зоне отрицательных значений.

Несмотря на это, в середине 2014 г. промышленность демонстрировала улучшение показателей по сравнению с негативным трендом 2013 г. Улучшение было обеспечено обрабатывающим сектором (при стабильности сектора добычи) и предположительно связано с эффектом плавной девальвации рубля во второй половине 2013 и I–III кварталах 2014 г.

Улучшение динамики обрабатывающего сектора в середине 2014 г. было обеспечено повышением темпов роста в пищевой промышленности, производстве нефтепродуктов, а также резины и пластмасс, и улучшением ситуации в производстве машин и оборудования.

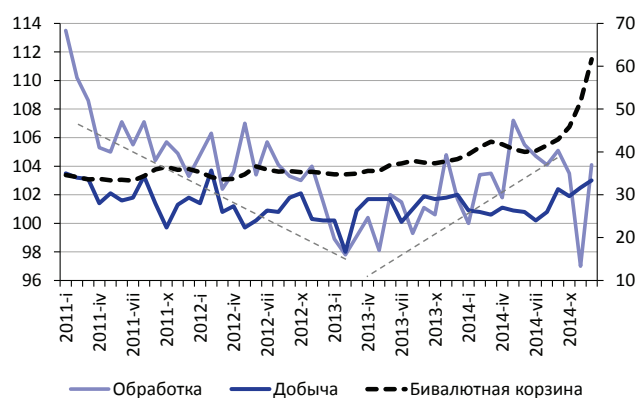
Однако тенденция роста темпов выпуска в обрабатывающем секторе прервалась осенью 2014 г. по мере роста напряженности в экономике в целом и на валютном рынке в частности. В то время как управляемая девальвация в диапазоне 10–20% дала позитивный эффект за счет снижения издержек предприятий, резкий рост курса в конце 2014 г. оказал противоположное воздействие. Впрочем, наблюдаемые в ноябре–декабре перепады в динамике выпуска не позволяют говорить о новом определенном тренде.

Резкое ухудшение показателей обрабатывающей промышленности, продемонстрировавшей в ноябре 2014 г. снижение по отношению к ноябрю 2013 г., было обеспечено как продолжающимся снижением в отраслях легкой промышленности (текстильная, кожевенно-обувная, целлюлозно-бу-



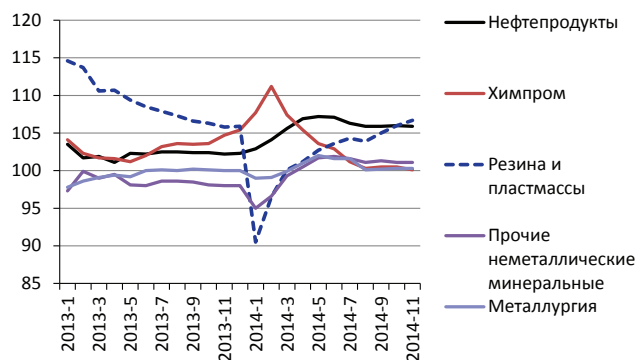
Источник: Росстат.

Рис. 1. Квартальная динамика инвестиций и ВВП (правая шкала) в 2005–2014 гг., %, г/г.

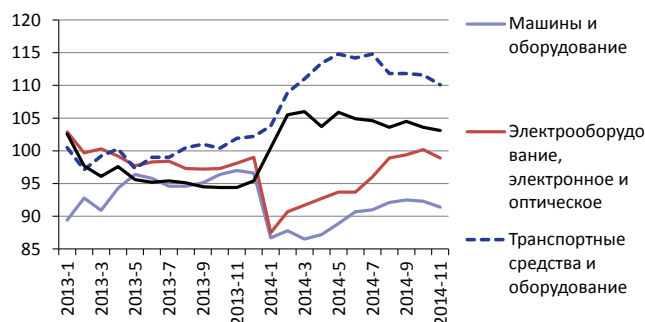


Источник: Росстат.

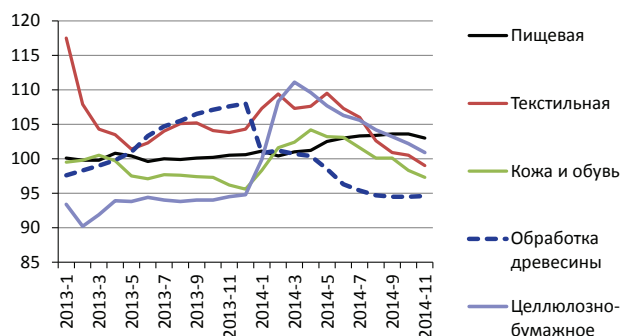
Рис. 2. Динамика промышленности (к соответствующему периоду предыдущего года) и стоимость бивалютной корзины (правая шкала)



4. Нефтехимия и металлургия



5. Машины и оборудование



3. Легкая промышленность

Источник: Росстат.

Рис. 3–5. Динамика отраслей обрабатывающей промышленности с начала года к соответствующему периоду предыдущего года, %

мая), так и замедлением в машиностроительном комплексе¹.

Как представляется, в ближайшем будущем промышленность будет находиться под влиянием трех негативных факторов:

- (1) сокращения платежеспособного спроса,
- (2) резкого роста издержек в национальной валюте на импортные комплектующие и оборудование,

¹ Динамика отраслей в декабре 2014 г. на данный момент недоступна.

(3) жестких ограничений на инвестиции ввиду роста процентных ставок и недоступности финансирования на внешних рынках.

Кроме того, сектор добычи, демонстрировавший устойчивый рост на уровне 1–2%, замедлится или перейдет к рецессии. Все это заставляет с большей вероятностью ожидать сокращения промышленного производства в ближайшие месяцы, несмотря на позитивные данные декабря.

4.1. Конъюнктура: инвестиционные планы российской промышленности в конце 2014 г.

Конъюнктурные опросы июня – сентября 2014 г. свидетельствовали об улучшении инвестиционных планов предприятий, подтверждая гипотезу о периоде оживления в российской промышленности. Однако в октябре – декабре инвестиционные планы резко набирали пессимизм, достигнув минимальных уровней 2009 г.

Инвестиционные планы промышленности в декабре продолжали набирать пессимизм. Этот процесс идет с сентября 2014 г., и в результате к декабрю баланс показателя опустился до пятилетнего минимума. Доля позитивных инвестиционных намерений опустилась в декабре до 13% (в ноябре она составляла 21%). Худшие значения регистрировались только в кризисном 2009 г. Таким образом, короткий период ренессанса инвестиционных планов, зарегистрированный опросами в июне – сентябре 2014 г. после 12-месячного периода ухудшений, сменился еще более глубоким спадом показателя, преодоление которого в ближайшие месяцы не ожидается.

Последние события на валютном и кредитном рынках окажут сильное дестимулирующее влияние

на инвестиционную активность промышленности. В начале IV кв. 2014 г. рейтинг стимулов для инвестиций (по версии предприятий) выглядел следующим образом.

На первое место промышленность ставила снижение цен на оборудование. В конце 2014 г. указанное обстоятельство стимулировало бы инвестиции почти на половине предприятий (47%), год назад его эффект был меньше (41%). Рост значимости ценового фактора объясняется скорее всего плавным ослаблением курса рубля, следствием чего стало удорожание импортного оборудования. Почти столь же необходима была российской промышленности и поддержка государства (субсидии, гарантии, госучастие), потребность в которой за год



Рис. 6. Стимулы российских промышленных предприятий к расширению (началу) инвестирования в собственное производство, 2014–2015 гг., %

выросла на 12 пунктов и составляла в октябре 46%. Рисковать инвестициями даже перед кризисом предприятия предпочитали вместе с государством.

Следующие два фактора: необходимость снижения банковских процентов по инвестиционным кредитам и «ясность и предсказуемость макроэкономической ситуации» (на эти пункты указали 44% предприятий). Дальнейшее закрытие внешних финансовых рынков и запретительные ставки начала 2015 г. вряд ли снизят актуальность первого фактора, равно как слабо поддающиеся прогнозированию геополитические проблемы и нефтяные цены – второго.

Третье место занимает столь же нереализуемое в современных условиях пожелание: увеличение налоговых льгот всем предприятиям. В ситуации сжатия кредитного предложения (к началу октября 2014 г.) потребность в смягчении условий заимствований прибавила максимальное количество пунктов (12) и совместно с высокой ставкой по инвестиционным кредитам давала тогда 62%. То есть ограниченность банковского кредитования являлась перед кризисом самой массовой проблемой инвестиционной активности в промышленности.

5. ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ В КОНЦЕ 2014 Г.: КРИЗИСНОЕ СЖАТИЕ

Сокращение импорта на 9,8% стало следствием ослабления рубля на протяжении 2014 г., при этом наиболее резкое падение российской валюты в декабре еще не отразилось в полной мере в импортных поставках. Сокращение экспорта связано как с ценовыми факторами, так и со снижением физических объемов поставок некоторых стратегически важных товаров (в частности, природного газа). При этом в наибольшей степени сокращался экспорт в страны СНГ и Таможенного союза. В начале 2015 г. стоит ожидать дальнейшего сокращения стоимостных объемов экспорта в связи с ухудшением ценовой конъюнктуры по широкому кругу товаров и объемов импорта в связи с сокращением внутреннего платежеспособного спроса. Для компенсации резкого ухудшения условий внешней торговли необходимо провести комплекс либерализационных мер, направленных на поддержание масштабов и диверсификацию внешнеэкономической деятельности.

Предварительные итоги 2014 г.

Согласно предварительной оценке платёжного баланса Российской Федерации за 2014 год, *совокупный экспорт* упал с 523,3 млрд долл. в 2013 г. до 493,6 млрд долл. в 2014 г. (–5,7%), причем в декабре 2014 г. объем экспорта снизился на 25,5% к декабрю 2013 г. *Совокупный импорт* упал с 341,3 млрд долл. в 2013 г. до 308,0 млрд долл. в 2014 г. (–9,8%), причем в декабре 2014 г. объем импорта сократился на

20,5% к декабрю 2013 г. По всей видимости, в 2015 г. при сохранении текущего курса падение импорта будет значительно более существенным, а декабрьские поставки 2014 г. во многом осуществлялись по заключенным ранее контрактам.

В результате того, что импорт сократился сильнее, чем экспорт, *торговый баланс* даже немного улучшился (+2%). В конечном итоге, с учетом сокращения отрицательного сальдо баланса услуг,

Таблица 1

ДИНАМИКА ПОМЕСЯЧНОГО ИМПОРТА ИЗ СТРАН ДАЛЬНОГО ЗАРУБЕЖЬЯ РАЗЛИЧНЫХ ГРУПП ТОВАРОВ, ОТНОШЕНИЕ К ИМПОРТУ СООТВЕТСТВУЮЩЕГО МЕСЯЦА ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА, %

	1-е п/г 2014	июль 2014	август 2014	сентябрь 2014	октябрь 2014	ноябрь 2014	декабрь 2014
ВСЕГО	93	97	89	92	90	80	78
Продовольственные товары и сырье для их производства	96	100	93	92	86	74	75
Химическая продукция	90	99	97	102	94	82	76
Текстильные изделия и обувь	91	100	90	91	76	83	84
Машиностроительная продукция, в т.ч. механическое оборудование	94	95	86	88	91	78	76
средства наземного транспорта	93	94	89	94	90	82	86
суда и плавучие средства	85	82	74	79	68	57	55
	96	104	63	59	89	40	29

Источник: ФТС России.

баланса оплаты труда, баланса инвестиционных доходов, баланса ренты и вторичных доходов, счет текущих операций увеличился с 34,1 млрд долл. в 2013 г. до 56,7 млрд долл. в 2014 г. (рост на 66%).

В 2014 г. наблюдается сокращение импорта практически по всем товарным позициям, особенно по машиностроительной продукции из стран дальнего зарубежья, т.е. по продукции явно инвестиционного назначения. Падение поставок естественным образом в декабре наибольшее.

При этом наблюдается не только снижение товарооборота со странами дальнего зарубежья, но и падение торговли со странами СНГ и с каждой страной – партнером по ЕАЭС (за исключением экспорта в Армению за счет нефтепродуктов).

Таблица 2

ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ ПО
ОСНОВНЫМ СТРАНАМ
И ГРУППАМ СТРАН, МЛН ДОЛЛ. США

	Доля в обороте, %	Темпы роста, %		
		Оборот	Экспорт	Импорт
Весь Мир	100	94,8	96,2	92,4
ЕС	49	92,7	94,0	89,9
АТЭС	27	102,9	109,6	96,9
СНГ	12,3	87,3	88,2	85,4
ТС	6,8	93,7	91,1	98,4
Беларусь	4,1	95,2	100,7	87,2
Украина	3,6	72,9	74,8	70,0
Казахстан	2,7	91,4	80,2	124,7
Азербайджан	0,5	111,5	113,7	100,7
Узбекистан	0,5	100,8	114,6	71,2
Армения	0,2	108,2	115,4	88,6
Киргизия	0,2	80,9	81,9	64,3
Молдова	0,2	106,4	115,6	79,2
Туркмения	0,2	79,8	80,5	72,2
Таджикистан	0,1	121,0	122,6	91,5
Грузия	0,1	117,3	95,3	212,2

Источник: ФТС России.

Одновременно наблюдается снижение физического объема экспортных поставок стратегических товаров: за январь – ноябрь газа экспортировано 158,7 млрд м³, в то время как за аналогичный период прошлого года – 176,0 млрд м³ (снижение на 10%). При этом снижение поставок в страны дальнего зарубежья составило 7%, а в страны СНГ – 17%. Наиболее драматичное снижение объемов экспорта наблюдается именно в последние месяцы: в ав-

густе 2014 г. – снижение на 33%, в сентябре 2014 г. – на 36%, в октябре – на 35%, а в ноябре – на 30%. Поставки в страны СНГ в июле – ноябре 2014 г. упали в два раза по сравнению с поставками в июле – ноябре 2013 г., а поставки в страны дальнего зарубежья – на 19%.

Это соотносится с данными по добыче – в 2014 г. «Газпром» сократил добычу на 9%, причем в октябре 2014 г. – на 23,4%. По всей видимости, ограничения идут именно со стороны спроса, а не предложения. Официальный представитель «Газпрома» С. Куприянов на вопрос об объемах добычи в 2015 г. ответил: «Какой будет спрос, такой будет добыча. Вопрос о прогнозе добычи на 2015 год неактуален. Мы работаем по рынку».

Сокращение экспорта нефти за январь – ноябрь составило 2,9% (204,63 млн т против 210,66 млн т), а прирост экспорта нефтепродуктов на 13,9%. Учитывая неэффективность нефтепереработки, это может означать снижение получаемых экономикой ресурсов (даже без учета падения цен). Объемы экспорта черных металлов в январе – ноябре 2013 г. сократились на 30% по сравнению с тем же периодом 2013 г.

Одновременно со снижением физических объемов поставок основных экспортных товаров наблюдается ухудшение условий торговли практически по всем позициям, за исключением никеля и некоторых видов минеральных удобрений. Следует также отметить, что фактическая цена экспортных поставок может быть несколько выше среднемесячной мировой цены на товар, поскольку поставки в конкретном месяце осуществляются по заключенным ранее контрактам.

Возможные меры компенсации ухудшения условий во внешней торговле

Таким образом, на сегодняшний день экономическое взаимодействие России с внешним миром существенно ограничивается влиянием целого ряда негативных факторов (санкции, снижение спроса, ухудшение ценовой конъюнктуры). В связи с этим представляется целесообразным максимально либерализовывать те каналы торгово-инвестиционного взаимодействия со странами Европы и США, которые еще доступны, и открывать возможности взаимодействия с теми развитыми странами, которые не присоединились к санкциям США и ЕС или присоединились к ним не в полной мере.

Представляется целесообразным отменить контрсанкции России против стран ЕС и США в продовольственной сфере или ослабить контроль их исполнения. Ограничение поставок продовольствия из стран санкционного списка вызывает потери

Таблица 3

ДИНАМИКА СРЕДНИХ ЭКСПОРТНЫХ ЦЕН НА ОСНОВНЫЕ ЭКСПОРТНЫЕ ТОВАРЫ РФ, % К СРЕДНЕМЕСЯЧНОМУ ЗНАЧЕНИЮ ЗА ЯНВАРЬ – АВГУСТ 2014 Г.

Код ТН ВЭД	Наименование товара	Сен. 14	Окт. 14	Ноя. 14
2709	Нефть сырая	91,0	87,5	76,8
2710	Нефтепродукты	96,0	93,4	86,1
2711210000	Газ природный	89,9	86,9	83,2
72	Черные металлы	97,0	97,7	97,9
2701	Уголь каменный	91,1	91,1	89,9
1001	Пшеница и меслин	87,6	87,6	86,9
7601	Алюминий необработанный	94,9	97,9	97,9
7502	Никель необработанный	108,3	92,1	96,7
4407	Лесоматериалы обработанные	98,0	97,3	90,2
3102	Удобрения минеральные азотные	96,3	97,8	99,6
3105	Удобрения минеральные смешанные	109,2	104,2	105,9
3104	Удобрения минеральные калийные	98,5	98,1	99,2
7403	Медь рафинированная	98,4	94,6	96,0
4403	Лесоматериалы необработанные, 1000 куб.м	88,6	88,6	90,9
4002	Каучук синтетический	96,7	93,6	90,2
4702-4704	Целлюлоза древесная	97,5	100,0	96,8
4412	Фанера клееная, 1000 куб.м	98,7	94,9	92,9
2601	Руды и концентраты железные	65,6	60,4	47,9
2704	Кокс и полукокс	93,9	90,8	106,1
2716	Электроэнергия, млн.кВт-ч	100,0	88,7	88,7

Источник: ФТС России, расчеты автора.

благополучия потребителей, которые, несмотря на частичную компенсацию за счет серого реэкспорта, по нашим расчетам, составляют 1,5–1,8% ВВП. Эти потери (если контрсанкции будут действовать долго) распределяются на 3–4 года, поэтому годовые потери могут составлять 0,3–0,4% ВВП, что достаточно существенно при почти нулевых темпах экономического роста или рецессии. Кроме того, санкции наносят ущерб интеграционным процессам на постсоветском пространстве, которые являлись приоритетом российской внешнеэкономической политики последних лет. Теперь Россия выглядит как страна, не способная исполнять собственные внешнеэкономические решения, а ЕАЭС – как интеграционное объединение, участники которого не способны проводить единую торговую политику.

Ситуация с контрсанкциями может повториться в случае, если Россия не откажется от угрозы повышения пошлин на украинские товары в случае имплементации Украиной норм положения договора об ассоциации с ЕС. Дело в том, что партнеры России по ЕАЭС скорее всего не присоединятся к решению о повышении пошлин, а это вновь создаст репутационные риски для ЕАЭС и угрозу дальнейшего разрушения единого таможенного пространства.

Помимо этого, представляется целесообразным в торговле с Украиной наращивать валютную выручку за счет снижения предлагаемой цены на газ до 250–280 долл./тыс. м³. Газ, который Россия не продает Украине, не может быть продан по более высокой цене другим странам и в конечном счете используется неэффективно. Продажа же 20 млрд м³ по цене 250–280 долл./тыс. м³ даст «Газпрому» значительные объемы выручки, что особенно критично в условиях закрытия возможности валютного кредитования.

В торгово-экономических отношениях со странами АТЭС предлагать максимально привлекательный инвестиционный режим для инвесторов из развитых стран, прежде всего для Японии, Кореи, Сингапура и Гонконга. Необходим льготный режим для инвестиций в нефтяные сервисы (горизонтальное бурение, гидроразрыв пласта). Предоставление налоговых каникул и особых условий ведения бизнеса при инвестициях в обрабатывающие производства, ориентированные на экспорт. В условиях значительно подешевевшей (в иностранной валюте) за счет девальвации российской рабочей силы такие инвестиции могут быть привлекательны, однако существенно возросшие риски вложения в российскую экономику необходимо компенсировать преференциальным режимом для иностранных инвесторов.

5.1. Перспективы российского экспорта: нефтяной сектор в 2015 г.

Нефтяная отрасль находится под давлением двух негативных факторов: снижения цен на нефть и введенных против России санкций. Текущие прогнозы нефтяных цен в 2015 г. носят инерционный характер: среднегодовые цены прогнозируются на уровне 50–57 долл./барр. Введенные против России технологические санкции в нефтяной отрасли вряд ли приведут к снижению добычи в 2015 г., однако скажутся в последующие годы за счет сокращения возможностей поддержания добычи на традиционных месторождениях и невозможности заместить выбывающие мощности разработками добычи сланцевой нефти.

Текущая ситуация и прогнозы цен на нефть в 2015 г.

Нефтяной сектор экономики России находится под воздействием двух негативных факторов: падение мировых цен на нефть и введенные в отношении России санкции (финансовые и технологические). Негативное влияние этих факторов на динамику добычи нефти пока не проявилось. В 2014 г. сохранилась положительная динамика добычи: по данным ЦДУ ТЭК, она увеличилась до 526,8 млн т, или на 0,7% по сравнению с 2013 г. Однако в 2015 г. ситуация для российского нефтяного сектора будет существенно более сложной.

Рост мирового производства нефти в условиях относительно слабого спроса привел к значительному падению мировых цен на нефть. В 2014 г. мировая добыча нефти увеличилась на 2,2%, что было обусловлено главным образом ростом добычи в США за счет разработки месторождений сланцевой нефти. При этом прирост мирового спроса на нефть составил лишь 0,7%. В результате цена на нефть сорта Brent снизилась с 111,9 долл./барр. в июне 2014 г. до 62,2 долл./барр. в декабре и менее чем 50 долл./барр. в январе 2015 г. При этом ОПЕК отказалась от сокращения добычи нефти для балансировки мирового нефтяного рынка в интересах сохранения своей рыночной доли.

По прогнозам ведущих зарубежных организаций, в 2015 г. мировые цены на нефть останутся на низком уровне. По прогнозу Администрации энергетической информации Министерства энергетики США (US Energy Information Administration, US EIA), средняя цена на нефть в 2015 г. составит 57,6 долл./барр., по прогнозу Международного валютного фонда (IMF) – 56,7 долл./барр. (табл. 4). Некото-

рые организации дают более низкие прогнозы. Так, по прогнозу Bank of America Merrill Lynch, цена нефти Brent в 2015 г. составит в среднем 52 долл./барр., по прогнозу Goldman Sachs – 50,4 долл./барр.

При этом, как ожидается, ценовой минимум будет пройден в I кв., в последующем, главным образом в результате сокращения высокочрезмерно затратной добычи и уменьшения дополнительного предложения нефти, ожидается некоторый рост мировых цен. По прогнозу Администрации энергетической информации США, – до 67 долл./барр. в IV квартале 2015 г., по прогнозу МВФ – до 60 долл./барр.

Эффект санкций и перспективы сокращения добычи

Помимо финансовых санкций, ограничивающих доступ к внешним источникам финансирования, США, ЕС и другими странами введен запрет на поставку в Россию оборудования и технологий для разработки трех категорий месторождений: месторождений на арктическом шельфе, глубоководных месторождений и месторождений сланцевой нефти. Все три категории проектов критически зависят от зарубежных технологий. Однако временной горизонт влияния введенных ограничений на российскую нефтяную отрасль различается.

Для проектов освоения месторождений на арктическом шельфе и глубоководных месторождений инвестиционный цикл достаточно длительный, период до получения первой нефти на таких месторождениях составляет не менее 5–6 лет. Поэтому с точки зрения нефтедобычи негативный эффект от блокировки арктических и глубоководных проектов реально проявится за пределами 2020 г. К

Таблица 4

ПРОГНОЗЫ МИРОВЫХ ЦЕН НА НЕФТЬ, ДОЛЛ./БАРР.

	2014	2014 дек.	2015 I кв.	2015 II кв.	2015 III кв.	2015 IV кв.	2015	2016
US EIA: Brent (прогноз от 13.01.2015)	99,0	62,2	49,3	54,0	60,0	67,0	57,6	75,0
IMF: средняя мировая цена на нефть* (прогноз от 06.01.2015)	96,2	60,6	53,1	55,7	58,1	60,0	56,7	63,9

* Средняя цена сортов Brent, Dubai и WTI.

Источник: US EIA, IMF.

тому же при сохранении низких нефтяных цен реализация многих проектов этой категории будет экономически неэффективна.

С месторождениями сланцевой нефти ситуация сложнее. По оценкам US EIA, Россия занимает 1-е место в мире по технически извлекаемым запасам сланцевой нефти. Разработка этих месторождений при применении современных технологий экономически более эффективна по сравнению с месторождениями на шельфе. При этом срок освоения этих запасов значительно меньше. В условиях санкций российские запасы сланцевой нефти не смогут быть вовлечены в разработку и компенсировать падение добычи на истощающихся действующих месторождениях.

Следует также учитывать, что технологии, используемые для разработки сланцевых месторождений (горизонтальное бурение, гидроразрыв пласта), применяются также при разработке месторождений традиционной нефти, прежде всего на месторождениях с высокой степенью выработанности запасов для более полного извлечения нефти. Поэтому запрет на поставку оборудования для горизонтального бурения и гидроразрыва может также привести к преждевременному закрытию действующих месторожде-

ний из-за невозможности их более углубленной разработки.

В условиях низких нефтяных цен и действия финансовых и технологических санкций следует ожидать сокращения инвестиций в добычу нефти и, как результат, последующего снижения добычи. В то же время можно ожидать, что вследствие инерционности нефтяной отрасли, а также того, что действия нефтяных компаний в первую очередь будут сконцентрированы на поддержании добычи на действующих месторождениях, в 2015 г. добыча нефти может сохраниться на текущем уровне, либо ее снижение будет относительно небольшим. Однако вследствие сокращения инвестиций в новые проекты падение добычи может стать достаточно значительным в последующие годы. Решающее значение здесь будут иметь объемы и качество инвестиций.

В условиях действия технологических санкций особую роль приобретает углубленная разработка месторождений традиционной нефти и повышение коэффициента нефтеизвлечения. Вместе с тем, очевидно, что в условиях технологических и инвестиционных ограничений в среднесрочной и долгосрочной перспективе отрасль будет накапливать технологическое отставание и снижать эффективность.

6. СЕЛЬСКОЕ ХОЗЯЙСТВО В УСЛОВИЯХ САНКЦИЙ И КРИЗИСА

К моменту введения Россией антисанкций в стране сложились тенденции улучшения показателей продовольственной независимости по большинству основных сельскохозяйственных продуктов. Ограничение ввоза продукции из ряда стран в рамках антисанкций не создало условий для замены импортных продуктов российскими, поскольку производство большинства из них не удовлетворяло внутренние потребности ни по объемам производства, ни по цене. Снижение курса рубля привело к тому, что цена на большинство основных российских сельхозпродуктов стала ниже мировой. В наибольшем выигрыше – производство зерна, поскольку этот товар востребован на мировом рынке. Однако инерционный механизм государственного регулирования цен на зерно не позволил своевременно наполнить интервенционный фонд, в результате правительство, опасаясь роста внутренних цен, стремится ограничить экспорт зерна за счет административных мер и введения экспортных пошлин. В результате зерновой сектор не сможет реализовать представившийся шанс и следовательно – провести перевооружение отрасли.

Реакция отрасли на антисанкции

Введенный Россией 7 августа 2014 г. запрет на ввоз отдельных видов продовольствия сроком на 1 год из ряда стран – Соединенных Штатов Америки, стран Европейского союза, Канады, Австралии и Королевства Норвегия¹ – затронул широкий круг

продовольственных товаров общей стоимостью 8,4 млрд долл.², если ориентироваться на объемы импорта 2013 г. (примерно 20% всего импорта сельскохозяйственной продукции и продовольствия).

¹ Первоначально в список запрещенного продовольствия попали ресурсы, без которых российское производство было невозможно (мальки лосося и форели) либо не так эффективно (семенной картофель, гибридные и др. семена), а

также продукты, которые были нужны узким группам российского населения по медицинским показаниям (например, безлактозное молоко). В результате список запрещенных продуктов был пересмотрен: необходимые продукты были из него исключены (поправка в перечень внесена 20.08.2014).

² Данные RBC.

К моменту ввода ограничений общий уровень продовольственной зависимости, измеренный как отношение сальдо импорта-экспорта к расходам населения на продовольствие, снизился и стал достаточно устойчивым показателем: его значение колеблется с 2000 г. в интервале 14–11% (рис. 1). Переход показателя по зерну в отрицательную зону означает, что Россия не только удовлетворяет свои внутренние потребности, но и экспортирует зерно, достаточное для обеспечения 50 млн человек.

При этом запрет на ввоз создал только частичные стимулы к импортозамещению. Так, импорт продовольствия последовательно сокращался с августа по сравнению с аналогичным периодом 2013 г. (табл. 1). Поставки из стран Таможенного Союза в 2014 г. превышали уровень 2013 г. на 13–45% и достигли максимума в сентябре (+45%), однако в октябре резко обвалились до 91% от уровня 2013 г.

Таблица 1

ИМПОРТ ПРОДОВОЛЬСТВИЯ (ТНВЭД 1-21) ОТНОСИТЕЛЬНО АНАЛОГИЧНОГО ПЕРИОДА 2013 Г.

Месяц	2014-1	2014-2	2014-3	2014-4	2014-5	2014-6	2014-7	2014-8	2014-9	2014-10
Импорт продовольствия, %	105,5	100,3	104,9	92,6	101,3	101,5	102,3	97,0	89,2	82,4

Источник: Росстат.

Таблица 2

КОЭФИЦИЕНТЫ НОМИНАЛЬНОЙ ЗАЩИТЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ В РОССИИ, 2010–2012 ГГ.

Продукты	Коэффициент	Продукты	Коэффициент
Пшеница	0,9	Говядина	1,3
Кукуруза	0,6	Свинина	2,0
Ячмень	0,8	Мясо птицы	1,2
Подсолнечник	1,0	Яйцо	1,0
Картофель	1,0	Молоко	1,2

Источник: Agricultural Policy Monitoring and Evaluation, 2013: OECD Countries AHD Emerging Economies, OESD Publishing.

Это снижение могло бы заместиться продукцией собственного производства по мере его наращивания. Однако цена российской продукции часто выше, чем на мировом рынке. Об этом свидетельствовали коэффициенты номинальной защиты производителей, которые традиционно рассчитывает ОЭСР¹ (табл. 2). Так, только по зерну, картофелю, подсолнечнику и яйцу цена внутри страны бы-

1 Коэффициент номинальной защиты производителей товара NPC (the nominal protection coefficient) равен отношению его внутренней цены к цене на мировом рынке в национальной валюте.

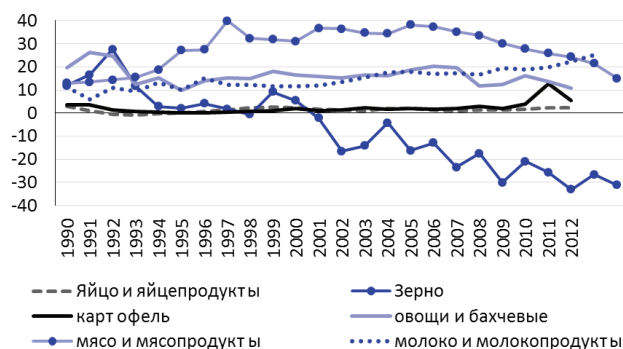


Рис. 1. Сальдо импорта-экспорта к потреблению (личному, производственному), %

ла ниже или не выше цены основных импортеров. Поэтому импортные продукты были востребованы. Резкое снижение импорта в октябре еще не свидетельствует о меньшем потреблении (тем более, росте собственного производства), так как в эти месяцы оставались запасы продовольствия, а смена импортеров не произошла.

Почти вся продукция российского производства подорожала за период с августа по декабрь 2014 г. Исключение составили овощи открытого грунта и растительное масло (табл. 3).

Положительным моментом стало то, что к декабрю увеличилась доля цены сельхозпроизводителей в розничной цене. Кроме того, темпы роста цен на сельхозпродукцию пока превышают темпы роста цен на ресурсы.

Оценка потенциала увеличения импорта из Белоруссии продуктов (например, молочных) показала его ограниченность. В результате увеличился реэкспорт продовольствия через Белоруссию. Данные об импорте Белоруссии подтверждают это. Российская сторона пошла на обострение отношений с Белоруссией и начала проверки транзитных грузов. Белоруссия в ответ стала восстанавливать таможенный контроль на границе с Россией.

Проблемы рынка зерна

Резкое обесценивание рубля создало дополнительные стимулы для расширения экспорта зерна. В связи с тем, что закупки в интервенционный фонд начались поздно (в сентябре), цены закупки уже не были привлекательны, и сельхозпроизводители зерно туда не продавали. В результате низкого наполнения интервенционного фонда и ожидания роста внутренних цен сформировалось представление о необходимости ограничения экспорта зерна. Однако по состоянию на 14 января 2015 г. экспорт из России составил всего 21571 тыс. т (оперативные данные ФТС России), т.е. находится на уровне 2009 или 2012 г., в которых было собрано существенно

Таблица 3

ИНДЕКСЫ ЦЕН НА ВСЕХ СТАДИЯХ ПРОДОВОЛЬСТВЕННОЙ ЦЕПОЧКИ, 1 ДЕКАБРЯ/1 АВГУСТА, %

Виды сельхозпродукции	Цена с фермы	Виды продовольствия	Цена завода	Потребительская цена
КРС средней упитанности	108,9	Говядина II категории	107,0	106,6
Свиньи II категории	107,6	Свинина II категории	102,5	108,1
Куры	113,6	Мясо кур I категории	109,2	113,3
Молоко коровье	110,9	Молоко коровье разливное	101,9	103,8
Яйцо куриное	117,1	Яйцо куриное	118,8	114,1
Пшеница продовольственная мягкая 3 класса	116,0	Мука пшеничная высшего сорта	101,6	104,7
Подсолнечник на зерно	123,9	Масло подсолнечное разливное	106,2	99,9
Картофель продовольственный	85,6	Картофель продовольственный		79,8
Морковь столовая	78,1	Морковь столовая		89,60
Капуста белокочанная	91,6	Капуста белокочанная		91,74
Лук репчатый	86,8	Лук репчатый		87,85
Помидоры тепличные	144,7	Помидоры тепличные		142,55
Огурцы тепличные	196,5	Огурцы тепличные		168,62

Источник: Минсельхоз.

меньше зерна, чем в 2014 г. Во-вторых, запасы зерна на конец года составили около 74 млн т, т.е. превысили уровень запасов любого из годов последнего десятилетия.

Таким образом, недостатка в зерне для обеспечения потребности в продовольствии и кормах не ожидается. Ограничение направлено не на сокращение вывоза, а на сдерживание внутренних цен. Но такой механизм влияния на цены не выглядит до конца проработанным, а последствия его применения ясными. Сельхозпроизводители будут держать зерно, не продавая его внутри страны в ожидании лучшей цены. Государство увеличило минимальные закупочные цены с 6,7 до 10,1 тыс. руб./т. Однако закупка в интервенционный фонд идет по-прежнему крайне вяло. Вместе с тем уже сложившиеся внутренние цены все равно приведут к росту цен на хлеб и корма.

Введение экспортных пошлин на пшеницу с 1 февраля (15% плюс 7,5 евро, но не менее 35 евро/т) все равно оставило экспортную цену более выгодной по сравнению с внутренней. Для сокращения экспорта зерна был реализован целый пакет административных мер силами Россельхознадзора, ГБДД, РЖД и должностных лиц, призванных сократить экспорт. Усилия государства по сокращению экспорта привели к снижению активности экспортеров и остановили рост внутренней цены.

Вместо использования административных методов «в ручном режиме» было бы полезнее совершенствовать механизм регулирования рынка зерна на законодательном уровне, определив, в том числе условия введения экспортных пошлин и

их размер. Кроме того, для экстренного решения проблемы наполнения интервенционного фонда было бы целесообразно выделить 6 млрд. руб.¹ и закупить зерно по привлекательным для сельхозпроизводителей ценам внутри страны. Это поддержало бы производителей зерна, создало резерв регулирования цены весной, снизило поток зерна за рубеж.

Следует отметить, что доходы от дополнительного экспорта зерна позволили бы провести модернизационные мероприятия в отрасли. Однако государство предпочло отказаться от этих инвестиций. В результате, сельхозпроизводители будут просить государственные субсидии на модернизацию у государства, вместо того, чтобы использовать свои доходы.

Меры государственной поддержки и регулирования отрасли в условиях кризиса

В декабре правительством РФ были внесены изменения в Госпрограмму поддержки отрасли (Постановление от 19.12.2014 г. № 1421). Положительно можно охарактеризовать направления поддержки, связанные с развитием семеноводства, селекционных центров, инфраструктуры сельского хозяйства. Однако в условиях кризиса вряд ли целесообразно делать упор на техническую модернизацию крупных производителей: государственное субсидирование не гарантировано, банковские ставки по кредитам будут расти, а платежеспособный спрос – падать. В таких условиях было бы целесообразно отказаться от субсидирования новых кредитов, усилить поддержку малых форм хозяй-

1 Оценка ООО Совэкон.

ствования, поскольку они демонстрируют большую устойчивость и гибкость в кризисных условиях, опираются пусть не на самые современные, но доступные технологии.

Опасение вызывает одобрение Минсельхозом в конце 2014 г. пакета кредитов (8,5 тыс. кредитных договоров), подлежащих субсидированию на срок до 15 лет. Общая сумма кредитов составила около 350 млн руб. Эти обязательства выходят за рамки принятого бюджета и не могут быть гарантированы на столь длинный срок. Кроме того, реальная сумма бюджетных обязательств Федерации и ее субъектов Минсельхозом не рассчитана и не зафиксирована.

В правительстве допускают, что могут перейти к регулированию цен на продукты питания. Если в течение 30 дней цены на социально значимые продукты вырастут на 30% и более, то правительство может административно ограничить на 90 дней дальнейший рост цен. Для этого устанавливаются предельные цены на социально значимые продукты. Однако опыт попыток регулирования цен в России, СССР, а также опыт Белоруссии по удержанию уровня цен показали полную бесперспективность и долговременные негативные последствия таких действий, выражающиеся в разбалансировке рынка и возникновении дефицита продуктов.

7. РЫНОК ТРУДА НАКАНУНЕ ИСПЫТАНИЙ

Ситуация на рынке труда в 2015 г. будет складываться, с одной стороны, под влиянием меняющейся структуры спроса на труд в связи с изменением экономических условий, с другой - значительными сдвигами в объеме и структуре предложения труда, обусловленными демографическими и рядом других факторов.

Экономическая активность и занятость

В обозримой перспективе, видимо, сохранится «российская модель» рынка труда, в которой ключевую роль в «подстройке» к изменению выпуска играет заработная плата и более слабую – занятость. В 2009 г. при снижении ВВП на 7,8% численность занятых уменьшилась на 2,2%, а реальная зарплата – на 4,5%.

В последние годы в дополнение к структурным дисбалансам на рынке труда начинает действовать фактор сокращения населения в возрастных группах со значимой экономической активностью (20–64). В 2014–2017 гг., по сравнению с 2012–2013 гг., ускоряется снижение численности населения в этих возрастных группах (20–64), среднегодовые темпы снижения составят 0,7%.

Уровень экономической активности населения в большинстве демографических групп находится на исторических максимумах. Объем предложения труда (численность экономически активного населения РФ), достигнув пика в «новейшей» истории в 2011 г. (75,8 млн чел.), снижается, начиная с 2012 г. Однако уровень экономической активности, т.е. участие населения в рабочей силе, повышается.

С 2013 г. снижается численность занятых на фоне роста неудовлетворенной потребности. В 2010–2014 гг. прирост заявленной работодателями в учреждения службы занятости потребности в рабочих составлял 13% ежегодно; в июле – октябре 2014 г. наблюдался значительный прирост заявлен-

ных вакансий, а в декабре 2014 г. их число снизилось до уровня декабря 2013 г.

Эти процессы – рост экономической активности, занятости, снижение безработицы – в последние годы имели место в подавляющем большинстве регионов. Уменьшился «разброс» в региональных уровнях экономической активности (по сравнимым возрастным группам).

Оценивая возможные реакции рынка труда на кризис, важно отметить наличие разных сегментов с разными типами поведения. За последние 10 лет общая численность занятых в РФ увеличилась с 67,3 до 71,4 млн человек. При этом численность работников организаций (корпоративный сектор) в этом же периоде устойчиво снижалась (с 49,9 млн до 45,8 млн человек). Удельный вес работников корпоративного сектора в среднегодовой численности занятых в 2013 г. составил 67%. Соответственно вырос «некорпоративный» сектор – самозанятость и занятость по найму у физических лиц. Неформальная занятость имеет четко выраженный отраслевой «профиль»: это прежде всего занятые в торговле, сельском хозяйстве, строительстве. Также заметную часть составляют занятые в обрабатывающих производствах, транспорте и связи.

В течение всей «новой» истории РФ численность работников «торгуемых» отраслей (сельское хозяйство, обрабатывающие производства, добывающая промышленность) снижалась. В 2006–2013 гг. среднегодовые темпы снижения численности работников в корпоративном секторе данных отраслей

составляли 4%. «Неторгуемые» отрасли (торговля, строительство, финансовая деятельность, профуслуги) увеличивали как общую численность занятых (в среднем на 2% ежегодно в 2006–2013 гг.), так и численность работников организаций.

Данные о числе замещенных рабочих мест на крупных и средних предприятиях по месяцам 2014 г. позволяют предположить, что эта тенденция продолжается: снижается численность работников организаций в сельском хозяйстве, обрабатывающих производствах, растет в торговле, профуслугах, финансовой деятельности, однако снижается в строительстве.

Официально регистрируемая безработица

Существенное замедление темпов экономического роста во второй половине 2012 г. и крайне низкие показатели экономического развития 2013–2014 гг. не привели к росту безработицы. Численность занятых в 2013–2014 гг. стабильна (71,4–71,5 млн чел.). Численность безработных и уровень безработицы в 2012–2013 гг. находились на минимальных значениях и продолжали снижаться в 2014 г.

Численность безработных, зарегистрированных в государственных учреждениях службы занятости, после максимальных значений 2009 г. (2,2 млн чел.) активно снижалась и в течение 2014 г. данный показатель был ниже 1 млн чел. В декабре 2014 г. зафиксировано увеличение числа официально зарегистрированных безработных относительно ноября 2014 г., однако данный показатель по-прежнему ниже соответствующего периода прошлого года.

Рабочее время, неполное рабочее время

После значительного снижения в 2009 г. затраты труда в расчете на одного работника не восстановились до уровней 2007–2008 гг. Возможно, данная ситуация является нормальной, если она обусловлена увеличением добровольной неполной занятости, прежде всего среди женщин с детьми и пожилых работников.

Согласно наблюдениям Росстата¹, в 2013–2014 гг. (данные по итогам 9 месяцев) около 2% работников работают неполное рабочее время по соглашению с работодателями. Заметно выше этот показатель по ВЭД «гостиницы и рестораны» (8%), в науке и образовании (3–4%). В рамках данного показателя учитываются принятые на неполную ставку, ряд других групп. Работающие неполное рабочее время по инициативе работодателя в 2013 –

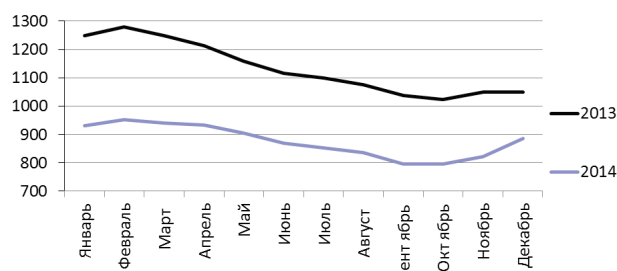


Рис. 1. Численность безработных, зарегистрированных в государственных учреждениях службы занятости, 2013–2014 гг., тыс. человек, по состоянию на конец месяца

9 мес. 2014 г. составляют 0,3% общей численности работников крупных и средних предприятий (КСП). Этот показатель выше в обрабатывающих производствах. В III квартале 2014 г. 1,8% работников текстильного и швейного производства, 2,2% работников производства резиновых и пластмассовых изделий работали в таком режиме.

В 2013 – 9 мес. 2014 г. 0,4–0,8% работников КСП находились в простое по вине работодателя или по причинам, не зависящим от работника и работодателя. Во II–III кварталах 2014 г. этот показатель составил 0,6%. В III квартале 2014 г. максимальные значения отмечены в производстве транспортных средств и оборудования (8,8% работников), в производстве резиновых и пластмассовых изделий (4,5%), текстильном и швейном производстве (3,7%), металлургии (3,5%). Анализ указанных показателей за 2013 – 9 мес. 2014 г. не обнаруживает явной тенденции к ухудшению ситуации в 2014 г.

По данным Росстата, имели отпуск без сохранения заработной платы по заявлению работника в III квартале 2014 г. 7,8% работников КСП, среди работников обрабатывающих производств – 15,8%, в производстве транспортных средств и оборудования – 18,9%.

Данный показатель «измеряет» обычные отпуска без сохранения заработной платы (например, по семейным обстоятельствам) и неоплаченные отпуска по инициативе работодателя. По-видимому, обычные отпуска составляют 5–6 п.п. Вместе с тем остающиеся 12–16% работников отдельных подотраслей, указываемые как находящиеся в отпусках без сохранения заработной платы, нуждаются в уточнении и согласовании с другими показателями.

Заработная плата

В 2001–2013 гг. среднегодовые темпы роста реальной заработной платы в целом по экономике РФ составили 10%. Вместе с тем объемы корпоративной занятости в данный период сократились на

¹ Методика наблюдения поменялась в 2012 г., тем самым, показатели 2009–2012 и 2013–2014 гг. не являются сравнимыми.

9,5% – с 50,6 млн чел. в 2001 г. до 45,8 млн чел. в 2013 г.

Анализ по торгуемым и неторгуемым секторам показывает, что первые опережали вторых в темпах роста заработной платы, в то время как занятость в этих секторах опережающим темпом снижалась.

В январе – октябре 2014 г. номинальная заработная плата в среднем по РФ выросла к соответствующему периоду прошлого года на 9,3%. В реальном выражении рост составил 1,9% (ИПЦ – 107,3% период к периоду). Понятно, что в современной ситуации динамика реальной заработной платы в большей степени будет зависеть от темпов роста стоимости жизни.

Просроченная задолженность по заработной плате

На 1 декабря 2014 г. численность работников, перед которыми имелась просроченная задолженность по заработной плате, составила 61,1 тыс. человек, или 0,3% от общей численности работников обследуемых предприятий, в т.ч. 9,5 тыс. чел. в сельском хозяйстве (0,9% численности работников КСП), 25,8 тыс. человек в обрабатывающих производствах (0,5%), 1,3 тыс. человек в строительстве (0,7%). Из общей суммы просроченной задолженности 44% составляет задолженность по организациям, находящимся в стадии конкурсного производства. Число работников с просроченной задол-

женностью по заработной плате на 1 декабря 2014 г. снизилось на 9% к ноябрю 2014 г. и на 31% к 1 декабря 2013 г. В целом в 2014 г., в отличие от 2013 г., численность работников с просроченной задолженностью по заработной плате снижалась и объем задолженности уменьшался.

Вероятная реакция рынка труда на кризис

В 2015 г. ситуация на рынке труда осложнится. Однако маловероятен рост числа безработных на 34%, как это имело место в 2009 г. Более вероятен умеренный «отклик» объема занятости на снижение выпуска. В то же время высока вероятность снижения численности экономически активного населения вслед за снижением численности возрастных групп со значимой экономической активностью. Как показывает предварительный расчет, при сохранении существующих уровней экономической активности снижение численности экономически активных составит 0,7%, рост численности безработных – 4,8%, уровень безработицы – 6,3%. В рамках уточненного (на 1 декабря 2014 г.) прогноза МЭРТ на 2015 г., численность экономически активного населения в 2015 г. останется на уровне 2014 г., число занятых снизится на 1,2%, численность безработных увеличится на 18%, уровень безработицы составит 6,4%.

С высокой вероятностью более острой реакцией рынка труда на кризис станет заметное снижение реальной заработной платы.