

24/21

ПРЕПРИНТЫ



А. Л. Ведев, К. А. Тузов, М. А. Ковалева, В. А. Ерёмкин

**ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ПАРАМЕТРОВ
СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО, БЮДЖЕТНО-
ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
И УПРАВЛЕНИЕ КЛЮЧЕВЫМИ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИМИ РИСКАМИ
В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ**

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА И ГОСУДАРСТВЕННОЙ
СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»
(РАНХиГС)

ПРЕПРИНТ
(НАУЧНЫЙ ДОКЛАД)

по теме:

**ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ПАРАМЕТРОВ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО,
БЮДЖЕТНО-ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
И УПРАВЛЕНИЕ КЛЮЧЕВЫМИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИМИ РИСКАМИ
В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ**

Ведев А.Л., заведующий лабораторией структурных исследований, д.э.н., vedeval@ranepa.ru

Тузов К.А., научный сотрудник лаборатории структурных исследований, tuzovka@ranepa.ru

Ковалева М.А., научный сотрудник лаборатории структурных исследований, KovalevaM@ranepa.ru

Ерёмкин В.А., научный сотрудник лаборатории структурных исследований, eremkinva@ranepa.ru

Москва 2021

Аннотация

Актуальность темы связана с тем, что резкие изменения в экономике и в финансовой системе, в частности, порожденные пандемией коронавируса, изменили все существующие прогнозы развития. При этом появился целый ряд новых рисков для финансовой системы. В этой связи разработка прогноза развития финансового сектора по различным сценариям, учитывающим риски и возможности, представляется важнейшей задачей для российской экономики. **Цель** исследования – разработка прогноза развития финансовой сферы в Российской Федерации на среднесрочную перспективу. **Предметом** исследования является динамика развития финансовой системы Российской Федерации в среднесрочной перспективе. **Метод** или методология исследования основывается на изучении ключевых текущих и ретроспективных данных о состоянии финансового сектора Российской Федерации, выделении наиболее важных рисков для финансового сектора и построении среднесрочного прогноза. **В результате** проведенной работы проанализированы ключевые составляющие бюджетной сферы, финансовых и кредитных рынков, дана оценка влияния ухудшения внешней конъюнктуры. Так, в работе представлены оценки предпосылок прогноза и разработаны три возможных сценария развития финансового сектора России.

Научная новизна исследования состоит в выработке уникальных прогнозов развития финансовой сферы в России. Полученные в результате проведенного исследования **рекомендации** указывают на необходимость выработки механизмов реагирования на определенные риски для финансовой системы с учетом возможных последствий такого влияния, представленных в прогнозе. Проект выполнен в рамках проведенных исследовательских работ Лаборатории структурных исследований ИПЭИ РАНХиГС при Президенте РФ в 2021г.

Ключевые слова:

Финансовый рынок, долговое и доленое финансирование, акции, облигации, среднесрочное планирование, финансово-бюджетная система, восстановительный рост

Коды JEL Classification

C53, E17, E37, E47, G17

RUSSIAN PRESIDENTIAL ACADEMY OF NATIONAL ECONOMY AND PUBLIC
ADMINISTRATION (RANEPA)

PREPRINT
(SCIENTIFIC REPORT)

**MEDIUM TERM PARAMETERS OF SOCIO-ECONOMIC, BUDGETARY
AND FINANCIAL DEVELOPMENT FORECASTING FOR THE RUSSIAN
FEDERATION AND KEY MACROECONOMIC RISKS MANAGEMENT**

Vedev A.L., Head of the Laboratory of Structural Research, Doctor of Economics, vedev-
al@ranepa.ru

Tuzov K.A., Researcher, Structural Research Laboratory, tuzov-ka@ranepa.ru

Kovaleva M.A., Researcher, Structural Research Laboratory, KovalevaM@ranepa.ru

Eremkin V.A., Researcher, Structural Research Laboratory, eremkin-va@ranepa.ru

Moscow 2021

Abstract

The topic of the study is **relevant** due to the fact that abrupt changes in the economy and in the financial system, particularly those caused by the coronavirus pandemic, have changed all existing development forecasts. At the same time, a whole range of new risks for the financial system appeared. In this regard, the development of a forecast for the development of the financial sector in various scenarios, taking into account risks and opportunities, seems to be the most important task for the Russian economy. The **purpose** of the study is to develop a medium-term forecast for the development of the financial sector in the Russian Federation. The **subject** of this research is the dynamics of the development of the financial system of the Russian Federation in the medium term. The **research method** or methodology is based on the study of key current and retrospective data on the state of the financial sector of the Russian Federation, highlighting the most important risks for the financial sector and building a medium-term forecast. As a result of the work carried out, the key components of the budgetary sphere, financial and credit markets have been analyzed, and the impact of the deterioration in the external environment has been assessed. Thus, the work presents the assessments of the prerequisites for the forecast and developed three possible scenarios for the development of the financial sector in Russia. The **scientific novelty** of the research lies in producing unique forecasts for the development of the financial sector in Russia. The **recommendations** obtained as a result of the study indicate the need to develop mechanisms for responding to certain risks for the financial system, taking into account the possible consequences of such an impact presented in the forecast. The project was carried out as part of research work by the Laboratory for Structural Research of the IAER at the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration in 2021.

Key words:

Russian economy, financial market, debt and equity financing, shares, bonds, medium-term planning, financial and budgetary system, recovery growth

JEL Classification Codes:

C53, E17, E37, E47, G17

Оглавление

Введение	3
1. Анализ бюджетной сферы	5
2. Анализ финансовых и кредитных рынков	12
3. Оценка влияния ухудшения внешней конъюнктуры на российскую финансовую сферу	21
4. Подготовка средне- и долгосрочного прогноза развития финансовой сферы Российской Федерации	25
5. Разработка базового сценария прогноза.....	27
6. Разработка сценария прогноза в условиях восстановительного роста	32
7. Разработка сценария прогноза в условиях ухудшения внешней конъюнктуры	36
Заключение.....	40
Список использованных источников.....	47

Введение

Распространение COVID-19 и его экономические последствия спровоцировали глобальную распродажу на финансовых рынках в феврале и марте 2020 года, что выразилось в виде резкого роста волатильности и объемов торгов, а также сокращения ликвидности.

При этом «новая нормальность» создает новые операционные риски, которыми необходимо управлять на постоянной основе. Пандемия также дала новый импульс для достижения максимальной цифровизации сервисов для устранения операционных рисков, связанных с физической обработкой бумажных документов.

Воздействие пандемии на рынки стало настоящим стресс-тестом для рискованных моделей, поскольку маржа росла на фоне всплесков волатильности. Финансовый сектор России внес свой вклад в обеспечение финансовой стабильности благодаря надежности своих систем управления финансовыми рисками. Рыночный стресс, случившийся в 2020 году, также предоставил дополнительные данные в отношении цикличности изменения маржи, которая продолжает оставаться в центре внимания. Поскольку COVID-19 пандемия продолжает развиваться, организации финансового сектора должны постоянно переоценивать доступную ликвидность и другие параметры, которые могут быстро меняться во время стресса.

Точное прогнозирование развития финансового сектора России является ключом к разработке успешной экономической политики, направленной на эффективное управление макроэкономическими рисками.

Представленная работа ставит своей целью информировать разработчиков экономической политики относительно возможных последствий для экономики от принятия определенных решений.

В рамках достижения цели работы проводится оценка текущего состояния финансовой сферы в России. Проведен всесторонний анализ бюджетной сферы, количественно и качественно оценен уровень развития финансовых и кредитных рынков. Кроме того, рассмотрены ключевые аспекты прогнозирования развития финансовой системы России, даны оценки утвержденных прогнозов и предложены собственные уточнения.

В исследовании также приводятся оценки влияния ухудшившейся внешней конъюнктуры мировых рынков на российскую финансовую сферу. В конце этой работы приводится анализ и классификация основных внутренних и внешних рисков, а также строится сценарный прогноз развития финансовой сферы на среднесрочную перспективу.

1. Анализ бюджетной сферы

Кризис неэкономической природы, связанный с распространением новой коронавирусной инфекции, стал настоящим шоком для финансовых систем абсолютного большинства национальных экономик мира. Возникшая потребность быстрого реагирования привела к тому, что оперативная необходимость перераспределить статьи бюджетных расходов и нарастить финансирование мер защиты граждан и бизнеса отвлекла существенные государственные ресурсы.

Однако основным вызовом для бюджета Российской Федерации стало не изменение структуры расходов, а серьезный удар по доходным статьям: катастрофический обвал цен на нефть и резкое сжатие целых секторов экономики (например, сектора розничной торговли, транспорта, гостиничного и ресторанного бизнеса) привели к сокращению налоговых поступлений.

В итоге доходы федерального бюджета сократились на 1 п.п. в 2020 году по сравнению с предыдущим годом и составили 18,7 трлн рублей, что ниже уровня 2018 года (в соответствии с рис. 1).



Источник: составлено авторами по данным Министерства финансов РФ.

Рис. 1. Доходы федерального бюджета в 2016–2020 гг., трлн руб. и в % от ВВП

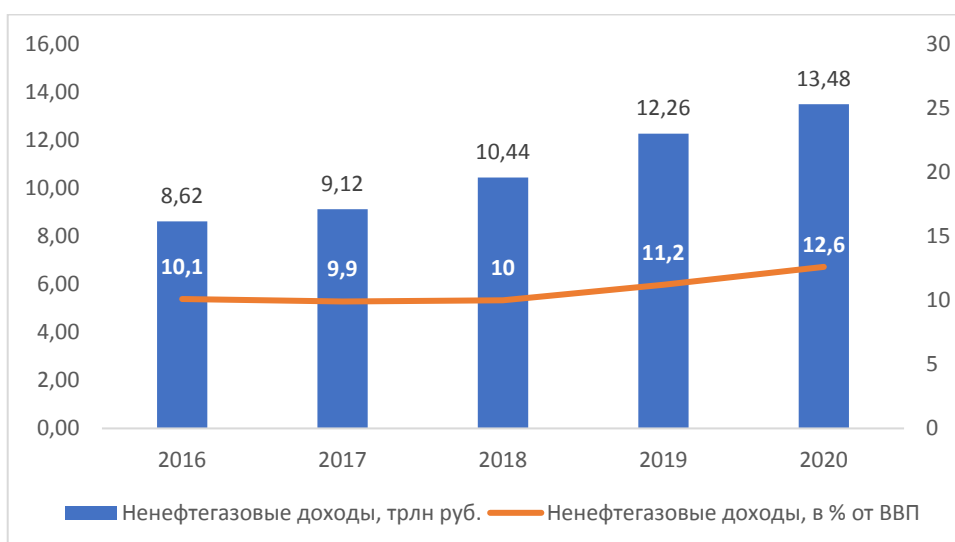
Главной причиной падения доходов федерального бюджета стало снижение нефтегазовых доходов. Хотя данный тренд зародился еще в 2018 году, наиболее резкое снижение произошло в 2020 году: нефтегазовые доходы снизились до уровня, ниже 2016 года и составили менее 5% от ВВП (в соответствии с рис. 2).



Источник: составлено авторами по данным Министерства финансов РФ.

Рис. 2. Нефтегазовые доходы федерального бюджета в 2016–2020 гг., трлн руб. и в % от ВВП

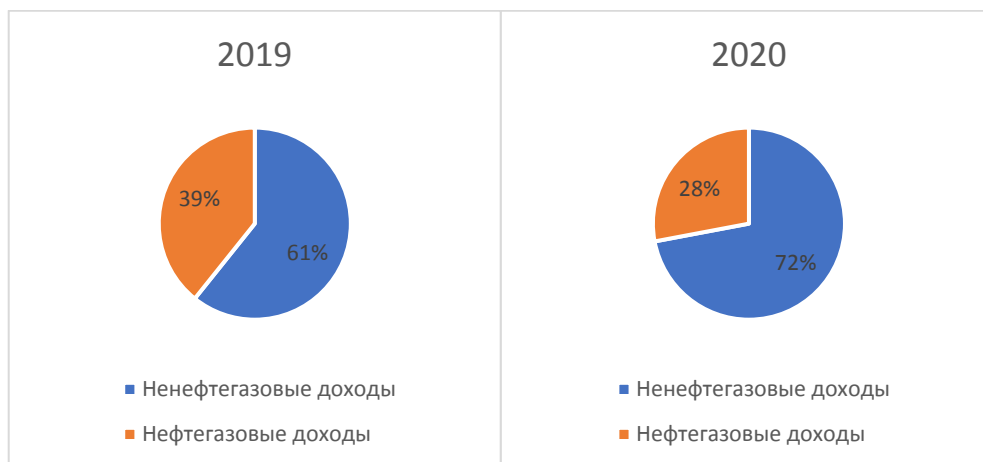
Несмотря на введение широких ограничительных мер, массового закрытия организаций или приостановки ведения бизнеса, спад на финансовых рынках, нефтегазовые доходы федерального бюджета не испытали на себе сильного отрицательного влияния кризиса, связанного с COVID-19. Как показано на рис. 3 ниже, нефтегазовые доходы увеличились до 12,6% от ВВП и составили 13,5 трлн руб., что выше, чем во все предыдущие пять лет наблюдений.



Источник: составлено авторами по данным Министерства финансов РФ.

Рис. 3. Нефтегазовые доходы федерального бюджета в 2016–2020 гг., трлн руб. и в % от ВВП

Такие тенденции перераспределили пропорции нефтегазовых и нефтегазовых доходов в общей структуре доходов федерального бюджета Российской Федерации (в соответствии с рис. 4). По итогу 2020 года доля нефтегазовых доходов сократилась до 28% с 39% годом ранее.



Источник: составлено авторами по данным Министерства финансов РФ.

Рис. 4. Изменение соотношения нефтегазовых и нефтегазовых доходов федерального бюджета РФ в 2020 г по сравнению с 2019 г.

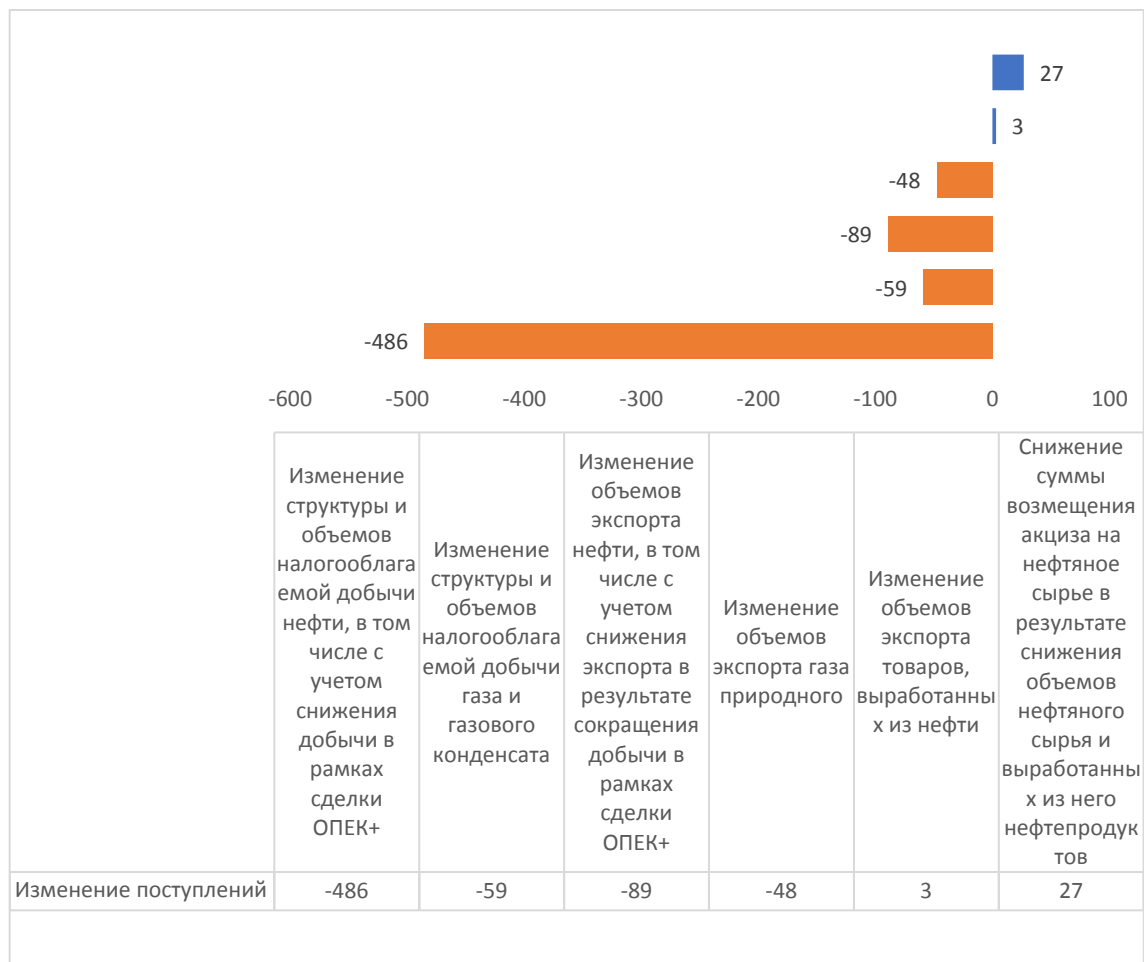
Как видно из представленного ниже рисунка 5, пострадали все статьи доходов, связанные с нефтью и газом: упали поступления НДС на нефть, газ и газовый конденсат, вывозные таможенные пошлины на сырую нефть, природный газ и товары, произведенные из нефти. Налоговые поступления от внутреннего производства и импорта практически не пострадали.



Источник: составлено авторами по данным Министерства финансов РФ.

Рис. 5. Структура доходов федерального бюджета в 2016–2020 гг., млрд руб.

На рис. 6 представлены оценки Министерства финансов Российской Федерации изменения поступлений нефтегазовых доходов федерального бюджета вследствие изменения объемов добычи и экспорта. Почти по всем статьям наблюдалось ощутимое снижение. Совокупный эффект от изменения объемов добычи и экспорта – снижение поступлений доходов на 652 млрд руб. по итогам 2020 года.



Источник: составлено авторами по данным Министерства финансов РФ.

Рис. 6. Влияние изменения объемов добычи и экспорта на налоговые поступления в федеральный бюджет Российской Федерации, млрд руб.

На рис. 7 представлены оценки Министерства финансов Российской Федерации изменения поступлений нефтегазовых доходов федерального бюджета вследствие изменения цен на энергоносители и обменного курса. Почти по всем статьям наблюдалось ощутимое снижение. Совокупный эффект от изменения цен на энергоносители и обменного курса – снижение поступлений доходов на 2 110 млрд руб. по итогам 2020 года.



Источник: составлено авторами по данным Министерства финансов РФ.

Рис. 7. Влияние изменения цен на энергоносители и обменного курса на налоговые поступления в федеральный бюджет Российской Федерации, млрд руб.

Динамика расходов федерального бюджета, представленная на рисунке 8, отражает возросшую потребность в финансировании экстренных мер, направленных на подавление социальных последствий коронавирусной инфекции и сглаживание негативных экономических эффектов от ограничительных мер, наложенных Российским правительством и правительствами других стран.



Источник: составлено авторами по данным Министерства финансов РФ.

Рис. 8. Расходы федерального бюджета в 2016–2020 гг., трлн руб. и в % от ВВП

Вследствие роста расходов и снижения нефтегазовых доходов (по обозначенным ранее причинам) в 2020 году сформировался рекордный за последние 5 лет дефицит бюджета в размере 4,1 трлн руб. или 3,8% от ВВП (в соответствии с рисунком 9).



Источник: составлено авторами по данным Министерства финансов РФ.

Рис. 9. Дефицит/профицит федерального бюджета в 2016–2020 гг., млрд руб.
и в % от ВВП

Ключевым источником финансирования дефицита бюджета является государственный долг Российской Федерации. Его динамика представлена на графике ниже. Кажущийся катастрофическим взлет государственного долга по итогам 2020 года в действительности не является большой проблемой, поскольку его обслуживание не представляет никакой угрозы для устойчивости бюджета (в соответствии с рис. 10).



Источник: составлено авторами по данным Министерства финансов РФ.

Рис. 10. Государственный долг Российской Федерации в 2016–2020 гг., млрд руб.
и в % от ВВП

В структуре государственного долга львиную долю занимает внутренний долг, т.е. государственные ценные бумаги, проданные на российском рынке. Его доля выросла за пять лет с 72% до 77,9%, тогда как доля иностранного долга соответственно уменьшилась с 28% до 22,1%. При этом большую часть внешнего долга составляют государственные ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте. За счет того, что рубль заметно обесценился за рассматриваемый период, внешний долг в рублях возрос, хотя в долларовом выражении он снизился. Такая структура государственного долга не несет на данный момент никаких угроз для устойчивости федерального бюджета.

2. Анализ финансовых и кредитных рынков

По данным Всемирного банка, внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором, составил в России в 2015 году 56,0% ВВП и относительно сократился в 2019 году до 52,7% ВВП. В то же время в мире данный показатель увеличился со 123,4% ВВП в 2015 году до 131,7% ВВП в 2019 году (в 2,5 раза больше, чем в России), в том числе в странах с высоким уровнем доходов – со 140,6 до 147,6. При этом только за 2020 год увеличение данного показателя составило 7,2 п.п. в России, 17,9 п.п. – в мире и 19,2 п.п. – в странах с высоким уровнем доходов (в соответствии с рис. 11).



Источник: составлено авторами по данным Всемирного банка.

Рис. 11. Внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором в 2015–2020 гг., в % от ВВП

Показатели российской банковской системы в проверяемом периоде свидетельствуют о проблемах в развитии этого крупнейшего сектора финансового рынка, о низком уровне кредитования российской экономики и о наличии значительных резервов для решения задач ускорения экономического роста.

Показатели развития фондового рынка в 2019–2021 годах представлены в таблице 1.

Таблица 1

Показатели развития фондового рынка в 2019–2021 годах

Показатель	На 01.09.2019	На 01.09.2021	Изменение за 2019– 2021 гг., %	Изменение в номи- нальном выражении
Количество эмитентов облигаций с начала года, ед.	123	127	+3,3	+4
Объем выпущенных на внутреннем рынке долговых ценных бумаг, млрд руб.	23 239	33 008	+42,0%	+9769
в том числе:				
органов государственного управления	9 839	16 929	+72,1%	+7090
нефинансовых организаций	7 061	8 887	+25,9%	+1826
Количество эмитентов акций на Московской бирже, ед.	264 ¹	257 ²	-2,7%	-7
Капитализация российского рынка акций, трлн руб.	44,7 ³	64,9 ⁴	+45,2%	+20,2
Количество уникальных клиентов – участников торгов, тыс. ед., в т.ч.	3 133	14 730	+ В 4,7 раза	+11597
Физлица	3 069	14 530	+ В 4,7 раза	+11461
Юридические лица	17	20	+17,6	+3
Иностранные лица	13	21	+61,5	+8
Клиенты, передавшие свои средства в доверительное управление	34	159	+ В 4,7 раза	+125
Количество уникальных клиентов – активных участников торгов, тыс. ед., в т. ч.	275	2340	+ В 8,5 раз	+2065
Физлица	260	2 275	+ В 8,8 раз	+2015
Юридические лица	1	2	+ В 2 раза	+1
Иностранные лица	1	3	+ В 3 раза	+2
Клиенты, передавшие свои средства в доверительное управление	12	60	+ В 5 раз	+48

Источник: составлено авторами по данным Центрального банка Российской Федерации, ПАО Мосбиржа.

На фондовом рынке России наблюдался значительный рост стоимостных показателей как в номинальном, так и в реальном выражении, как и числа активных участников торгов. Объем размещения облигаций на Московской бирже с начала текущего года превысил докризисный уровень как с точки зрения объемов, так и с точки зрения числа эмитентов.

Сумма задолженности нефинансовых организаций по облигациям за 2 года возросла на 1826 млрд рублей по сравнению с 7978 млрд рублей прироста суммы

1 На конец 3 квартала 2019 года

2 На конец 3 квартала 2021 года

3 На конец 3 квартала 2019 года

4 На конец 3 квартала 2021 года

предоставленных им банковских кредитов. Таким образом, абсолютный объем кредитов, привлекаемых нефинансовым сектором через рынок облигаций, пока уступает банковским кредитам (в 2021 году на 27%), а прирост задолженности по банковским кредитам в 4,4 раза превысил чистое привлечение финансовых ресурсов через облигационный рынок. Еще несколько лет назад это соотношение было совершенно иным. Это говорит об успешном развитии рынка облигаций и о большой роли, которую он играл в финансировании реального сектора экономики. В то же время данная форма привлечения финансовых ресурсов доступна не всем эмитентам.

Российский рынок акций также продемонстрировал значительный рост, который опережал показатели большинства зарубежных рынков. Международный фондовый индекс MSCI в России вырос с 30 сентября 2016 года до 30 сентября 2021 года на 65,2 %.

Необходимо отметить, что увеличение капитализации рынка акций в основном происходило за счет повышения котировок на вторичном рынке, что не связано с привлечением эмитентами финансовых ресурсов. Публичные размещения акций российскими эмитентами носили эпизодический характер. По данным годовых отчетов Московской биржи, эмитенты провели три первичных размещения акций в 2020 году (Совкомфлот, Самолет и Ozon) и четыре вторичных размещения (SPO). Количество эмитентов на рынке акций сократилось в связи с банкротством или реорганизацией компаний, а также делистингом своих акций рядом компаний (включая такие компании, как «Дикси», «Омскшина» и ряд других; в феврале 2019 года решение о делистинге своих акций было принято ПАО «АвтоВАЗ»). Таким образом, рынок акций был менее привлекателен для размещения ценных бумаг, чем рынок облигаций, и его значение в привлечении финансовых ресурсов для реального сектора экономики было сравнительно невелико. В целом привлечение бизнесом нового капитала через размещение акций было незначительным по сравнению с привлечением банковских и облигационных займов.

Показатели развития страхового сектора в 2019–2021 годах приведены в таблице 2.

Таблица 2

Показатели развития страхового сектора в 2019–2021 годах

Показатель	На 30.06.2019	На 30.06.2021	Изменение за 2019–2021 гг., %	Изменение в номинальном выражении
Количество субъектов страхового дела, ед.	268	230	-14,2	-38
в том числе страховых организаций	188	158	-16,0	-30
Количество заключенных договоров страхования (на конец периода), млн ед.	99,3	96,3	-3,0	-3,0
в том числе:				
с физическими лицами	88,8	83,5	-6,0	-5,3
с юридическими лицами	10,4	12,8	22,4	2,3
Страховые премии (на конец периода), млрд руб.	739	894	21,0	154,9
Активы, млрд руб.	3109	4099	31,8	989
Капитал, млрд руб.	746	913	22,4	167
Страховые резервы, млрд руб.	1949	2603	33,6	654

Источник: составлено авторами по данным Центрального банка Российской Федерации.

С начала года наблюдается значительный рост некоторых показателей развития страхового сектора. Тем не менее, в международных сравнениях уровень его развития все еще остается невысоким. По данным швейцарской перестраховочной компании Swiss Re, в 2020 году среднемировой показатель проникновения страхования (отношение суммы страховых премий к ВВП) составил 7,4 %, а в России – 1,4 % (в 5,3 раза меньше). Плотность страхования (сумма страховых премий на душу населения) в среднем в мире составила 809 долларов США, а в России – 146 доллара США (в 5,5 раза меньше). По этим показателям Россия уступает не только развитым, но и большинству развивающихся стран, включая страны БРИКС.

Показатели страхования в России и зарубежных странах в 2020 году представлены в таблице 3.

Таблица 3

Показатели страхования в России и зарубежных странах в 2020 году

	Доля страховых премий в ВВП			Страховые премии на душу населения		
	%	по отношению к России, раз	место в мире*	долл. США	по отношению к России, раз	место в мире*
Мир	7,4	5,3	-	809	5,5	-
Россия	1,4	1,0	74	146	1,0	63
США	12	8,6	5	7 673	52,6	3
Германия	6,8	4,9	18	3 108	21,3	20
Япония	8,1	5,8	16	3 280	22,5	19
Китай	4,5	3,2	35	455	3,1	42
Индия	4,2	3,0	38	78	0,5	72
Бразилия	4,1	2,9	39	271	1,9	52
ЮАР	13,7	9,8	4	684	4,7	34

Примечание – Из 87 стран, по которым приведены данные.

Источник: составлено авторами по данным Swiss Re.

Таким образом, состояние страховой отрасли в России по ряду показателей не соответствует уровню экономического развития нашей страны. Для развития страховой деятельности в России имеются значительные резервы. Повышение показателей проникновения и плотности страхования хотя бы до уровня стран, сопоставимых с Россией по уровню экономического развития, способно увеличить вклад отрасли в повышение темпов экономического роста, расширение инвестиционного потенциала, а также обеспечение защиты от рисков для граждан и экономических агентов.

Показатели развития сектора коллективных инвестиций и доверительного управления в 2019–2021 годах приведены в таблице 4.

Таблица 4

Показатели развития сектора коллективных инвестиций и доверительного управления в 2019–2021 годах

Показатель	На 30.06.2019	На 30.06.2021	Изменение за 2019–2021 гг., %	Изменение в номинальном выражении
Количество паевых инвестиционных фондов, ед.	1456	1764	21,2	308
Количество владельцев акций (паев), тыс. ед.	1693	5567	В 3,3 раза	3874
Активы, млрд руб.	3946	6885	74,5	2939
Количество негосударственных инвестиционных фондов, ед.	49	41	-16,3	-8
Количество застрахованных лиц, тыс. чел.	37388	36 976	-1,1	-412
Количество участников добровольной пенсионной системы, тыс. чел.	6180	6 192	0,2	12
Активы, млрд руб.	4270	4735	10,9	465

Источник: составлено авторами по данным Центрального банка Российской Федерации.

Активы паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов существенно возросли. Незначительно снизилось количество застрахованных лиц в добровольной пенсионной системе. В то же время существенно выросло количество лицевого счетов владельцев акций (паев) паевых инвестиционных фондов.

Показатели развития сектора микрофинансирования в 2019–2021 годах приведены в таблице 5.

Таблица 5

Показатели развития сектора микрофинансирования в 2019–2021 годах

Показатель	На 30.06.2019	На 30.06.2021	Изменение за 2019–2021 гг., %	Изменение в номинальном выражении
Количество микрофинансовых организаций	1960	1301	-33,6	-659
Количество заключенных договоров микрозайма (на конец периода), тыс. ед.	16879	21505	27,4	4626
в том числе:				
с индивидуальными предпринимателями	8,9	7,6	-14,9	-1,3
с юридическими лицами	8,2	6,5	-20,7	-1,7
с физическими лицами	16862	21491	27,5	4629
Сумма выданных микрозаймов (на конец периода), млрд руб.	189,8	286,9	51,2	97,1
в том числе:				
индивидуальным предпринимателям	18,4	31,5	71,2	13,1
юридическим лицам	15,9	31,9	В 2 раза	16
физическим лицам	155,6	223,5	43,6	67,9
Активы	212,1	258,2	21,7	46,1
Капитал	95,0	155,9	64,1	60,9

Источник: составлено авторами по данным Центрального банка Российской Федерации.

Несмотря на заметное сокращение числа микрофинансовых организаций, количество предоставляемых ими микрозаймов выросло на 27%, а их сумма – на 51% или на 97,1 млрд руб. в номинальном выражении. Основной рост произошел в сфере кредитования физических лиц, причем средний размер одного микрозайма в номинальном выражении увеличился на 12% и составил по данным за 6 месяцев 2021 года 12,1 тыс. рублей.

Индивидуальные предприниматели и юридические лица стали брать микрозаймы реже, но на более крупные суммы. По данным за 6 месяцев 2021 года средняя величина микрозайма для индивидуальных предпринимателей составила 1 448,6 тыс. рублей по сравнению с 954,5 тыс. рублей по данным за 6 месяцев 2019 года, а для юридических лиц, соответственно, 1 974 тыс. рублей по сравнению с 1 244,4 тыс. рублей. Тем не менее, по сравнению с банковским кредитованием, микрофинансовый сектор остается сравнительно небольшим источником кредитных ресурсов для бизнеса.

Таким образом, анализ ситуации в основных секторах финансового рынка показывает, что с учетом их масштаба и динамики показателей наиболее значимые резервы ускорения его развития, увеличения его вклада в обеспечение экономического роста связаны с:

- расширением банковского кредитования экономики, прежде всего, нефинансовых организаций;
- созданием условий и стимулов для более широкого привлечения бизнесом капитала через механизм публичного размещения акций;
- развитием страхового сектора, повышением показателей проникновения и плотности страхования до уровня, близкого к зарубежным странам, сопоставимым с Россией по своему экономическому развитию;
- развитием конкуренции на финансовом рынке, уровень которой существенно понизился в связи со значительным сокращением количества институтов финансового рынка во всех его секторах.

В Основных направлениях на период 2019–2021 годов задачи развития российского финансового рынка и меры, направленные на достижение поставленных целей, определены на основе комплексного анализа текущего состояния и выявленных проблем в данной сфере. Проанализированы результаты реализации Основных направлений на период 2016–2018 годов и текущее состояние финансового рынка, а

также задачи будущего развития и долгосрочные вызовы, в том числе в контексте глобальной конкуренции. На этой основе определен круг проблем, требующих решения, имеющиеся возможности для этого и ограничения. В соответствии с ними сформулированы цели и направления развития финансового рынка, рассмотрены риски недостижения целей и подходы Банка России к управлению данными рисками.

Россия занимает в мире 11 место по размерам номинального ВВП и 6 место по объему ВВП с учетом паритета покупательной способности. Низкие позиции России по показателям развития финансового рынка говорят о его несопоставимости с масштабом экономики нашей страны и ее потребностями в финансовых ресурсах, прежде всего, в инвестициях.

Развитие отдельных секторов финансового рынка характеризуется данными, представленными в таблице 6.

Таблица 6

Показатели развития отдельных секторов финансового рынка России в 2019–2021 годах

Показатель	На 30.06.2019	На 01.10.2021	Изменение за 2019–2021 гг., %	Изменение в номинальном выражении
Количество кредитных организаций, ед.	454	373	-17,8	-81
Активы, млрд руб.	87 476	114 547	30,9	27071
в том числе:				
кредиты нефинансовым организациям	33 350	41 835	25,4	8485
кредиты физическим лицам	17 104	24 072	40,7	6968
кредиты индивидуальным предпринимателям	508	656	29,1	148
Обязательства, млрд руб.	78 524	102 952	31,1	24428
в том числе:				
средства корпоративных клиентов	27 053	36 263	34,0	9210
Средства физических лиц	29 300	32 871	12,2	3571

Источник: составлено авторами.

Крупнейшим сектором финансового рынка оставался банковский. Низкие темпы его роста отразились на приведенных выше показателях российского финансового рынка в целом.

За 2019–2021 годы величина активов кредитных организаций выросла на 31%. При этом их количество уменьшилось на 18%, таким образом, продолжилась тенденция к повышению степени концентрации в данном секторе рынка. По состоянию на 30 сентября 2021 года, в России действовали 373 кредитные организации, включая 338

банков, на долю 12 из которых (системно значимые кредитные организации) приходилось более 75% активов банковского сектора.

В общей сложности (на 1 октября 2021 года) кредитные организации предоставили нефинансовым организациям кредиты в рублях и иностранной валюте на сумму 41,8 трлн рублей, а физическим лицам – на сумму 24,1 трлн рублей. В то же время в балансе банковского сектора кредит нефинансовым организациям в сравнении с докризисным 2019 годом заметно вырос (+25%), а в номинальном выражении его прирост составил 8,5 трлн рублей по сравнению с 7,0 трлн рублей прироста кредита физическим лицам. Такая динамика говорит о благоприятных условиях кредитования реального сектора экономики, в том числе по сравнению с кредитованием физических лиц.

3. Оценка влияния ухудшения внешней конъюнктуры на российскую финансовую сферу

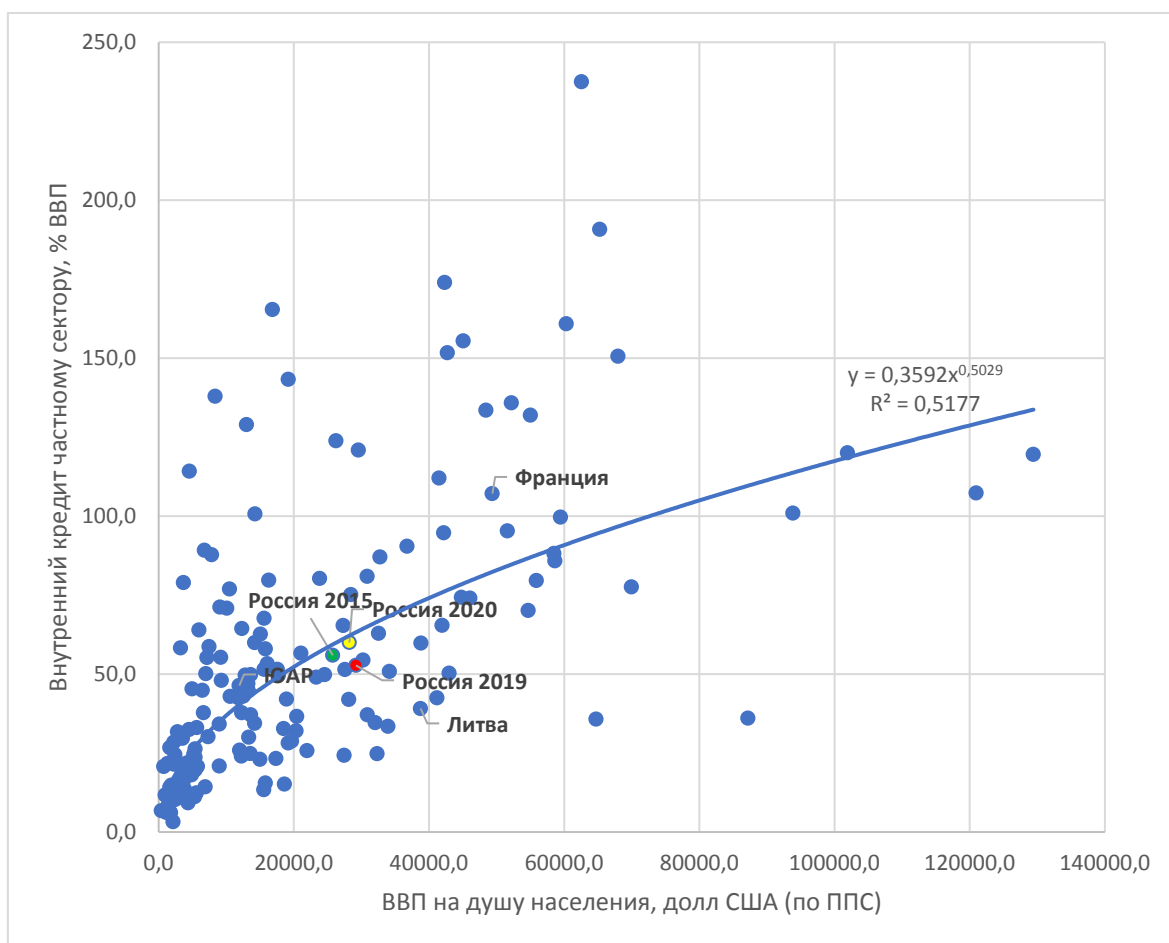
Банковский сектор. По состоянию на II квартал 2021 г. российский банковский сектор, в отличие от ситуации 2008 г. или 2014 г., был значительно менее подвержен негативному влиянию падения цен на нефть и девальвации рубля. Если по состоянию на 1 октября 2008 г. внешняя задолженность банковского сектора составляла 197,9 млрд долл., а на 1 октября 2014 г. – 192,25 млрд долл., то на 1 октября 2021 г. эта сумма не превышала 77,9 млрд долл. Принимая во внимание прогнозы относительно масштабов возможного дальнейшего снижения курса рубля к иностранным валютам (не более 10% за год в худших сценариях), мы считаем, что угрозы стабильности банковского сектора в 2021–2022 гг. отсутствуют.

Финансовый и банковский сектор напрямую не затронуты введенными ограничениями, связанными с распространением коронавируса, поэтому эффект от влияния пандемии на него будет отложенным. Основными каналами влияния на банковский сектор Российской Федерации является рост доли «плохих» кредитов на балансе кредитных организаций по мере ухудшения финансового положения компаний и населения вследствие ограничений на ведение бизнеса, падения объема продаж, потери работы и т.д. Поскольку существуют лаги между прекращением обслуживания кредита и признанием его просроченным, либо кредит оказывается просроченным, когда заемщик не выплачивает основную сумму долга согласно изначальной графике, реализация данных рисков для банковского сектора ожидается не ранее II квартала 2022 г., а основная доля «плохих» кредитов в активах банков выявится в III–IV кварталах 2022 г.

По нашим оценкам, с учетом вероятности приостановки деятельности компаниями по отраслям экономики, которую мы применяли при оценке «стоимости» карантина для ВВП Российской Федерации, доля кредитов нефинансовым организациям, выданным компаниям из этих отраслей, составляет примерно 42,5% от общего объема кредитов некредитных финансовых организаций (НФО). Если предположить, что доля просроченных кредитов достигнет 25%, что является крайне высоким показателем, то по отношению к общему объему кредитного портфеля банковского сектора доля плохих кредитов составит около 10,5%.

В 2022 г. по мере роста экономики России, улучшения финансового положения компаний и роста реальных доходов населения мы ожидаем снижение доли просроченных кредитов НФО до 6,0%, по кредитам физических лиц – до 4,0% (при росте совокупного кредитного портфеля банков на 5–7%). Соответственно, в этом году не будет необходимости в дополнительной финансовой поддержке сектора со стороны Банка России. В то же время, после отмены введенных в отношении банковского сектора регуляторных послаблений после 2021 г. можно ожидать увеличения числа отзыванных банковских лицензий у тех кредитных организаций, ухудшение финансового положения которых в 2020–2021 гг. является критическим, и расширения числа банков-клиентов Агентства по страхованию вкладов (АСВ) или Фонда консолидации банковского сектора (УК ФКБС).

Чтобы оценить, в каком направлении движется Россия с точки зрения развития кредитного рынка и банковского сектора, рассмотрим данные Всемирного банка по внутреннему кредиту (в соответствии с рис. 12).



Источник: составлено авторами.

Рис. 12. Относительный размер банковского сектора по странам, 2019 г.

Внутренний кредит частному сектору относится к финансовым ресурсам, предоставляемым частному сектору финансовыми корпорациями, например, в виде займов, покупок ценных бумаг, торговых кредитов и другой дебиторской задолженности, которые устанавливают требование о погашении. В некоторых странах эти требования включают кредиты государственным предприятиям. К финансовым корпорациям относятся органы денежно-кредитного регулирования и банки, а также другие финансовые корпорации, по которым имеются данные (включая корпорации, которые не принимают ликвидные депозиты, но несут такие обязательства, как срочные и сберегательные вклады). Примерами других финансовых корпораций являются финансовые и лизинговые компании, страховые корпорации, пенсионные фонды и валютные компании.

За последние 60 лет кредит существенно превысил ВВП почти во всех странах, включенных в выборку. Общий объем кредитов составлял около 50% ВВП в 1950-х годах во многих странах с развитой экономикой, затем он стабильно рос в течение следующих 20–30 лет и к концу 1980-х годов в некоторых странах, например в США и Великобритании, возник кредитный бум. Но в конце 1990-х годов развитие межстрановых различий стало значительно больше (как показано заштрихованной областью, показывающей 25-75-й процентиля межстранового распределения). Для некоторых стран, таких как Германия и Франция, общий рост кредита был скромным (их отношение кредита к ВВП в настоящее время составляет 80% и 107% соответственно). В других странах произошло быстрое расширение кредита, при этом отношение кредита к ВВП достигло уровней, близких или превышающих 200% во время глобального финансового кризиса.

Вместе с тем, в России с точки зрения этих двух показателей наблюдается стагнация. Отношение кредита частному сектору к ВВП возрастает временно и не радикально в периоды кризисов (например, в 2008–2009 гг., в 2014 году, в 2020 году), а затем следует откат к более низким уровням. Кризис, связанный с коронавирусом, повлиял на кредитование и экономику страны: вырос кредит частному сектору и снизился ВВП на душу населения по ППС. В дальнейшем мы ожидаем незначительное снижение кредита частному сектору и незначительное увеличение ВВП на душу населения по ППС. Таким образом, влияние кризиса на банковский сектор и экономику

страны оцениваем, как несущественное. Вместе с тем, наличие внутренних структурных проблем, отсутствие реформ в экономике являются более значимыми факторами в среднесрочной перспективе.

4. Подготовка средне- и долгосрочного прогноза развития финансовой сферы Российской Федерации

Прогноз развития финансовой сферы в России строится на основании двух групп факторов, одни из которых являются экзогенными, то есть не поддаются влиянию со стороны российских регуляторов, а другие эндогенными, то есть те факторы, которые связаны с принимаемыми разработчиками экономической политики в России решениями.

В первую группу факторов включены темпы прироста мирового ВВП и ВВП стран, которые являются основными потребителями российского экспорта, цены на сырьевые ресурсы, влияющие на поступления в бюджет страны, базовая инфляция в США и, наконец, внешние капитальные операции, определяющие движение иностранного капитала (инвестиции и займы).

С внешними факторами связано в той или иной мере до пятой части ВВП страны, около трети бюджетных доходов и около 18% ресурсной базы банковской системы. Сбалансированная экономика и умеренные изменения во внешних факторах позволяют предполагать благоприятный сценарий развития, однако в случае ухудшения конъюнктуры внешних рынков не спасают резервы и сразу на поверхности оказывается зависимость от иностранных инвестиций и цен на сырьевые ресурсы.

Во вторую группу факторов включены изменения тарифов естественных монополий и объемы расходов государственного бюджета. В кризисные годы бюджетные расходы возрастают, чтобы компенсировать провалы рынка и предпринимается целый ряд мер экономической политики по поддержке финансового рынка, как, например, капитализация банков, покупка долгов, государственные гарантии по кредитам для бизнеса, субсидирование процентных ставок, налоговые льготы и т. п.

В таблице 7 ниже представлены некоторые предпосылки трех рассматриваемых в данной работе сценариев.

Таблица 7

Изменение факторов сценариев прогноза

	2021	2022	2023	2024
Прирост мирового ВВП, % г/г				
Базовый сценарий	5,7	4,6	3,1	2,8
Сценарий восстановительного роста	5,7	4,8	3,3	3,0
Сценарий ухудшения внешней конъюнктуры	5,7	3,2	3,0	3,7
Цена на нефть марки Urals, долл. США за барр.				
Базовый сценарий	70	67	65	62
Сценарий восстановительного роста	70	75	70	65
Сценарий ухудшения внешней конъюнктуры	70	55	50	50
Базовая инфляция в США, % г/г				
Базовый сценарий	3,7	1,8	1,6	1,5
Сценарий восстановительного роста	3,7	2,0	1,5	1,5
Сценарий ухудшения внешней конъюнктуры	3,7	1,4	1,5	1,5

Источник: составлено авторами.

5. Разработка базового сценария прогноза

В данной работе в качестве базового сценария будет рассматриваться неухудшение ситуации с пандемией, отсутствие устойчивого роста инфляции, стабилизация или умеренный рост курса доллара к рублю, рост мировой экономики по траектории, ниже доковидной.

В базовом сценарии предполагается полагать, что драйверы роста мировых цен на энергоресурсы исчерпают себя, поскольку произойдет постепенное снижение темпов роста спроса и увеличение предложения нефти (в рамках соглашения ОПЕК+). Поэтому среднегодовая цена на нефть постепенно снизится к уровню порядка 62 долл. за баррель.

Базовый сценарий предполагает, что с 2022 года российская и мировая экономика будут демонстрировать рост, что будет сопровождаться улучшением ситуации с коронавирусом за счет эффективности мер по вакцинации и постепенного перехода коронавируса в разряд сезонных заболеваний. Развитые страны нормализуют денежно-кредитную политику, и мировая инфляция начнет замедляться. Россия при этом вернется на доковидную траекторию своего развития.

В базовом сценарии прогнозируется умеренное удешевление национальной валюты (в соответствии с рис. 13) за счет отсутствия драйверов к росту после 2021 года: прогнозируется замедление темпов роста экономики и некоторое удешевление сырьевых ресурсов. Фактически российская экономика останется непривлекательной для большого притока иностранных инвестиций, бюджетное правило также будет работать против рубля.



Источник: составлено авторами.

Рис. 13. Курс рубля к доллару США (прогноз, базовый сценарий), в среднем за период

В базовом сценарии мировая инфляция будет замедляться, таким образом, один из факторов давления на российский уровень цен постепенно станет незначимым. Эффективная политика Центрального банка позволит вернуть уровень инфляции к целевому к 2024 году. При этом базовый сценарий предполагает возвращение траектории развития экономики на доковидные темпы, то есть порядка 2-3% в год (в соответствии с таблицей 8).

Таблица 8

Некоторые параметры базового сценария прогноза

	2020 (факт)	2021 (оценка)	2022 (прогноз)	2023 (прогноз)	2024 (прогноз)
Инфляция, декабрь к декабрю предыдущего года, в %	4,9	8,0	6,0	5,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в %	5,1	5,8	7,5	5,5	4,0
Динамика ВВП, в %	-3,0	4,5	2,5	2,0	2,0
Динамика денежной массы (в национальном определении), в % г/г	13,5	10	11	9	8

Источник: составлено авторами.

Внешний спрос является важным фактором поддержки отечественной экономики на пути выхода из кризиса 2020 года. Профицит счета текущих операций, как показано в таблице 9 ниже, будет сохраняться и достигнет своего максимума в 2022 году за счет того, что высокая цена на нефть и газ, установившаяся в конце 2021 года, будет снижаться, но довольно постепенно, а спрос за счет сохранения некоторых ограничений (или самоограничений), касающихся перемещений людей, будет расти умеренными темпами. Начиная же с 2023 года ожидаем сокращение профицита счета текущих операций. Кроме того, баланс услуг будет уходить больше в отрицательную плоскость за счет постепенного восстановления международного сообщения и роста импорта услуг.

Таблица 9

Показатели счета текущих операций в базовом сценарии прогноза, млрд долл США

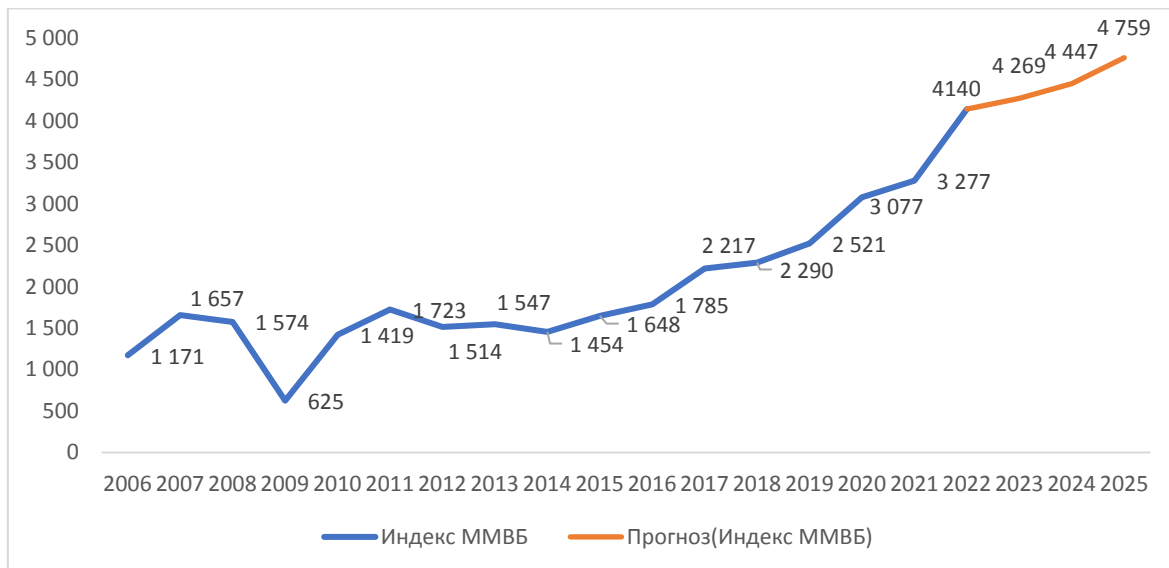
	2020 (факт)	2021 (оценка)	2022 (прогноз)	2023 (прогноз)	2024 (прогноз)
СТО	36	113	143	95	65
Торговый баланс	94	180	220	185	170
Экспорт	333	500	550	510	500
Импорт	240	320	330	325	330
Баланс услуг	-17	-22	-27	-35	-45
Экспорт	47	50	55	60	65
Импорт	64	72	82	95	110
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-45	-50	-55	-60

Источник: составлено авторами.

Основные показатели рынка акций

Российский рынок акций активно восстанавливается с резкого провала в первой половине пандемийного 2020 года. Уже в 2021 году рынок поддержало большое число позитивных факторов для российской экономики, таких как отсутствие жестких ограничений, связанных с коронавирусом, восстановление к середине года до допандемийного уровня экономики, рост промышленного производства, стремительный рост цен на энергоресурсы (нефть и газ).

В базовом сценарии предполагается отсутствие резких внешних шоков в виде новых серьезных санкций, усиления пандемии коронавируса или резкого удешевления энергоресурсов, что должно стимулировать в некоторой мере иностранных инвесторов не выходить из приобретенных активов. Это будет возможно, поскольку с ростом мировой экономики у них проснется аппетит к рискованным активам развивающихся рынков, что и должно обеспечить определенный приток инвестиций на российский рынок акций. Вместе с тем, ускоряющаяся инфляция может усилить отток частных клиентов с биржи, которые предпочтут менее рискованные активы с высокой доходностью. Как видно из рис. 14, индекс Московской биржи будет расти в базовом сценарии.



Источник: составлено авторами.

Рис. 14. Индекс ММВБ (прогноз, базовый сценарий), на 1 января

При этом оценка с помощью модели ETS (тройного экспоненциального сглаживания), построенная по месячным данным с 2003 года, указывает на то, что объемы

торгов, которые достигли по итогам 2020 года почти 21 трлн руб., не удастся сохранить на таком высоком уровне после 2021 года и в базовом сценарии ожидается некоторое снижение инвестиционной активности на бирже.

Некоторые показатели финансовых организаций (банков)

Базовый сценарий прогноза предполагает рост экономики умеренными темпами после 2021 года. Замедление потребительской активности, постепенное восстановление международного сообщения, нормализация бюджетной политики, сдержанная инвестиционная политика будут во многом определять развитие банковского сектора (в соответствии с таблицей 10). В базовом сценарии предполагается продолжение роста кредитования нефинансового сектора и физических лиц, хотя очевидно, что в 2022 году побороть проинфляционные тенденции удастся не сразу и номинальные ставки по кредитам некоторое время будут на повышенном уровне.

Таблица 10

Некоторые показатели баланса банковского сектора в базовом сценарии, на 1 января, в млрд руб.

	2020 (факт)	2021 (оценка)	2022 (про- гноз)	2023 (прогноз)	2024 (прогноз)
Денежные средства и их эквиваленты	6 608	7 541	7 942	8 343	8 744
Кредиты банкам	9 973	11 044	11 720	12 397	13 074
Ценные бумаги	15 692	17 205	18 255	19 304	20 354
Участие в уставных капиталах	2 445	2 703	2 911	3 118	3 326
Кредиты нефинансовым организациям	37 149	42 380	44 674	46 968	49 262
Кредиты финансовым организациям	6 990	7 664	8 206	8 748	9 290
Кредиты физлицам	20 044	25 585	31 580	37 576	43 571
Средства корпоративных клиентов	34 067	37 244	41 168	45 092	49 026
Государственные средства	3 987	9 411	9 877	10 343	10 810
Средства физлиц	32 834	33 202	35 585	35 968	36 351
Счета эскроу ФЛ по ДДУ	1 173	3 166	5 167	6 169	7 071
Чистая прибыль текущего года	1 608	2 060	2 245	2 331	2 416

Источник: составлено авторами.

В базовом сценарии также полагаем, что ипотечное кредитование продолжит свой рост довольно высокими темпами и после 2021 года. Основными драйверами будет выступать сохраняющиеся программы стимулирования со стороны государства и стремление населения, с одной стороны, обезопасить свои сбережения от инфляции, а, с другой стороны, улучшить жилищные условия. Обеспеченность населения квадратными метрами по-прежнему остается на низком уровне.

Кроме того, в базовом сценарии прогноза положительные темпы роста депозитов корпоративного и государственного сектора сохранятся на всем прогнозном интервале, а

благодаря росту ставок будет наблюдаться дальнейший приток средств населения во вклады.

Банкам удастся в прогнозном периоде нарастить свои прибыли за счет внедрения новых технологий, с одной стороны, а с другой стороны – за счет благоприятных экономических условий.

6. Разработка сценария прогноза в условиях восстановительного роста

В сценарии восстановительного роста будет рассматриваться улучшение ситуации с пандемией и отсутствие устойчивого роста инфляции, укрепление рубля и стабилизация цен на нефть на комфортном для бюджета уровне, устойчивый рост мировой экономики.

Данный сценарий можно рассматривать как «лучше базового», поскольку он предполагает более высокие темпы роста российской и мировой экономики за счет эффективной борьбы с коронавирусом (успешная массовая вакцинация и выработка коллективного иммунитета, разработка и внедрение лекарственных средств против коронавируса), более высокие цены на энергоносители за счет того, что спрос не успеет восстановиться быстро, а на предложение постоянно оказывают давление различные геополитические факторы (например, в таких центрах напряженности, как ближний восток или северная Африка), снижение темпов инфляции в США.

В данном сценарии курсу рубля (в соответствии с рисунком 15) будет оказана поддержка со стороны экспортеров, которые будут получать повышенные прибыли, а также положительным моментом будет отсутствие новых санкций и возможная отмена старых. С другой стороны, спрос на валюту будет расти как со стороны населения (восстановление туризма), так и со стороны бизнеса (восстановление международной торговли).



Источник: составлено авторами.

Рис. 15. Курс рубля к доллару США (прогноз, сценарий восстановительного роста), в среднем за период

Сценарий восстановительного роста связан с постепенным и более медленным, по сравнению с базовым, замедлением инфляционных процессов. Среднее значение ключевой ставки в таком сценарии может достичь 8% в 2022 году. Более высокие темпы роста экономики и такая инфляция спровоцируют повышенные темпы роста объемов денежной массы, как показано в таблице 11.

Таблица 11

Некоторые параметры сценария восстановительного роста

	2020 (факт)	2021 (оценка)	2022 (прогноз)	2023 (прогноз)	2024 (прогноз)
Инфляция, декабрь к декабрю предыдущего года, в %	4,9	8,0	7,0	6,0	5,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в %	5,1	5,8	8,0	6,5	5,5
Динамика ВВП, в %	-3,0	4,5	4,0	3,5	3,0
Динамика денежной массы (в национальном определении), в % г/г	13,5	11	12	10	9

Источник: составлено авторами.

Профицит счета текущих операций будет на высоком уровне на всем рассматриваемом прогнозном периоде, хотя с 2024 года, скорее всего, в силу ослабления роста мировой и российской экономики несколько снизится. Высокие цены на энергоресурсы, растущий спрос и потребление их со стороны мировой экономики выразятся в росте торгового баланса Российской Федерации. Благодаря стремительному восстановлению туризма с 2022 года существенно возрастет импорт услуг (в соответствии с таблицей 12).

Таблица 12

Показатели счета текущих операций в сценарии восстановительного роста, млрд долл. США

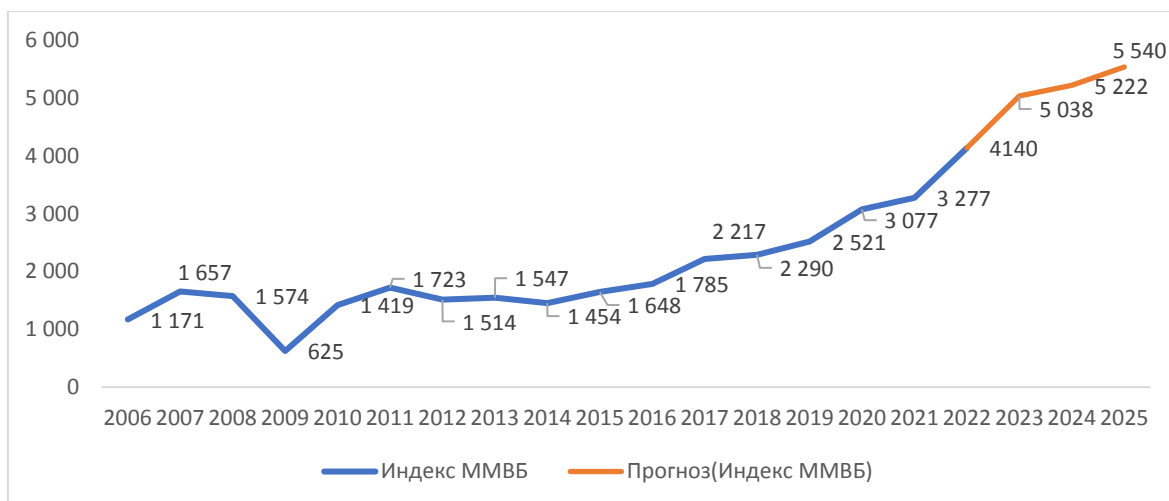
	2020 (факт)	2021 (оценка)	2022 (прогноз)	2023 (прогноз)	2024 (прогноз)
СТО	36	118	160	160	125
Торговый баланс	94	180	230	235	210
Экспорт	333	500	570	570	540
Импорт	240	320	340	335	330
Баланс услуг	-17	-22	-25	-25	-30
Экспорт	47	50	70	75	80
Импорт	64	72	95	100	110
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-40	-45	-50	-55

Источник: составлено авторами.

Основные показатели рынка акций

Российский рынок акций в условиях восстановительного роста национальной и мировой экономики сохранит свою привлекательность не только для российских, но

и для иностранных инвесторов (в соответствии с рисунком 16). Крупнейшие нефтяные компании все включены в индекс ММВБ, а при высоких ценах на нефть они смогут получать дополнительные сверхприбыли и, соответственно, смогут направлять большие суммы на дивиденды. Многие российские компании нефтегазового сектора и сегодня являются источником хороших дивидендных выплат для акционеров, однако в случае дальнейшего роста прибыльности их бизнеса неизбежно вырастет и стоимость их акций на бирже. При этом уже сегодня⁵ у этих компаний высокий вес в индексе (более 40%): у Газпрома (GAZP) – 16,24%, Лукойла (LKOH) – 11,21%, Новатэка (NVTK) – 5,42%, Роснефти (ROSN) – 3,51%, Сургутнефтегаза (SNGS и SNGSP) – 2,95% и т. д.



Источник: составлено авторами.

Рис. 16. Индекс ММВБ (прогноз, сценарий восстановительного роста), на 1 января

Некоторые показатели финансовых организаций (банков)

С точки зрения показателей финансовых организаций и банков, в частности, в сценарии восстановительного роста будет наблюдаться повышенный уровень кредитования, при этом депозиты также будут пользоваться популярностью благодаря высоким процентным ставкам по вкладам, которые будут сохраняться по меньшей мере до 2023 года (в соответствии с таблицей 13).

⁵ По состоянию на ноябрь 2021 года

Таблица 13

Некоторые показатели баланса банковского сектора в сценарии восстановительного роста, на 1 января, в млрд руб.

	2020 (факт)	2021 (оценка)	2022 (прогноз)	2023 (прогноз)	2024 (прогноз)
Денежные средства и их эквиваленты	6 608	7 541	9 026	9 576	10 127
Кредиты банкам	9 973	11 044	13 074	14 030	14 965
Ценные бумаги	15 692	17 205	19 514	20 823	22 113
Участие в уставных капиталах	2 445	2 703	3 418	3 802	4 153
Кредиты нефинансовым организациям	37 149	42 380	48 265	51 802	55 102
Кредиты финансовым организациям	6 990	7 664	8 688	9 329	9 963
Кредиты физлицам	20 044	25 585	33 400	41 673	50 503
Средства корпоративных клиентов	34 067	37 244	40 551	43 951	48 501
Государственные средства	3 987	9 411	9 911	10 261	11 840
Средства физлиц	32 834	33 202	35 295	36 759	37 351
Счета эскроу ФЛ по ДДУ	1 173	3 166	5 367	6 869	8 171
Чистая прибыль текущего года	1 608	2 060	2 384	2 415	2 579

Источник: составлено авторами.

Приобретение жилья по ДДУ будет популярным способом инвестирования для физических лиц по меньшей мере еще в 2022 году, поскольку вероятней всего будет сохраняться разрыв между ставкой по ипотечному кредиту и реальным уровнем инфляции, что будет стимулировать спрос. После 2022 года рост сохранится, но уже более умеренными темпами.

Прибыли банковского сектора будут расти более высокими темпами, чем в базовом сценарии и в 2024 году превысят 2,5 трлн руб. Банковскому сектору удастся нарастить портфель кредитов нефинансовым организациям и физическим лицам, хотя ставки могут быть в некоторой мере ограничительными вследствие высокого уровня инфляции, увеличить свое участие в ценных бумагах (облигациях), постепенно начать решать проблему плохих долгов.

7. Разработка сценария прогноза в условиях ухудшения внешней конъюнктуры

В сценарии с ухудшением внешних условий будет рассматриваться затяжная пандемия, устойчивое повышение инфляции и ухудшение внешней конъюнктуры (замедление темпов роста мирового ВВП, дополнительные санкции, падение цен на нефть).

Данный сценарий остается реалистичным, поскольку темпы вакцинации граждан во многих развивающихся странах отстают от развитых, при этом в таких странах проживает огромная часть населения земли. Кроме того, до конца остается неясной эффективность существующих вакцин и вероятность появления новых мутаций коронавируса.

Ухудшение внешней конъюнктуры может быть связано не только с новыми более мощными волнами коронавируса, но и с ускорением темпов инфляции, как в России, так и в мире. В данном сценарии мы не ожидаем введения ограничений, подобных тем, что были введены в 2020 году, но в отдельно взятых экономиках в определенные периоды времени могут вводиться локдауны.

Замедление темпов роста экономики будет гораздо меньшим по сравнению с 2020 годом, поскольку не ожидается аналогичного повторения событий ввиду того, что накоплен определенный опыт борьбы с пандемией, население и бизнес уже подстроились под новую реальность, что позволит с 2023 года увеличить темпы роста экономики.

Некоторые ограничения экономической активности неизбежно приведут к падению спроса на нефть и резкому снижению ее стоимости. Рост цен окажется под давлением и со стороны постепенно увеличивающегося предложения нефти, поэтому цена в среднем будет оставаться в районе 50 долл. за барр.

Невысокая цена на нефть будет делать российскую экономику менее привлекательной для иностранных инвестиций. Снизятся и прибыли нефте- и газодобывающего сектора экономики, что скажется негативно на курсе рубля. В отсутствие серьезных стимулов к укреплению, ожидаем в данном сценарии дальнейшее постепенное ослабление рубля по отношению к доллару в перспективе нескольких ближайших лет (в соответствии с рис. 17).



Источник: составлено авторами.

Рис. 17. Курс рубля к доллару США (прогноз, сценарий ухудшения внешней конъюнктуры), в среднем за период

Инфляция в 2022 году в таком сценарии будет ниже, чем в 2021, но все равно на достаточно высоком уровне, гораздо выше 2020 года (в соответствии с таблицей 14). Отчасти это будет обусловлено сохраняющимся спросом (а не резко рухнувшим, как в 2020 году), однако сильным дезинфляционным фактором будет играть падение экономической активности в России и в мире.

Таблица 14

Некоторые параметры сценария прогноза с ухудшением внешней конъюнктуры

	2020 (факт)	2021 (оценка)	2022 (прогноз)	2023 (прогноз)	2024 (прогноз)
Инфляция, декабрь к декабрю предыдущего года, в %	4,9	8,0	6,5	5,5	4,5
Ключевая ставка, в среднем за год, в %	5,1	5,8	6,0	5,5	5,0
Динамика ВВП, в %	-3,0	4,5	1,0	2,5	2,5
Динамика денежной массы (в национальном определении), в % г/г	13,5	10	9	9	8

Источник: составлено авторами

Как уже было отмечено ранее, данный сценарий предполагает снижение цен на нефть, что отразится в торговом балансе в виде снижения экспорта. Падение спроса на российские товары произойдет и в других отраслях несырьевой направленности, однако в некоторой степени данный провал будет компенсироваться девальвацией рубля.

Стоимостной объем импорта вряд ли вырастет вследствие ослабления курса национальной валюты и будет находиться примерно на уровне 2021 года, что существенно ниже прогноза в базовом сценарии. Вследствие низких цен на нефть на всем

горизонте планирования предполагается, что восстановления экспорта или импорта товаров не произойдет. Некоторое оживление возможно в импорте товаров и услуг благодаря некоторому восстановлению потребительской активности населения в 2023–2024 годах (в соответствии с таблицей 15).

Таблица 15

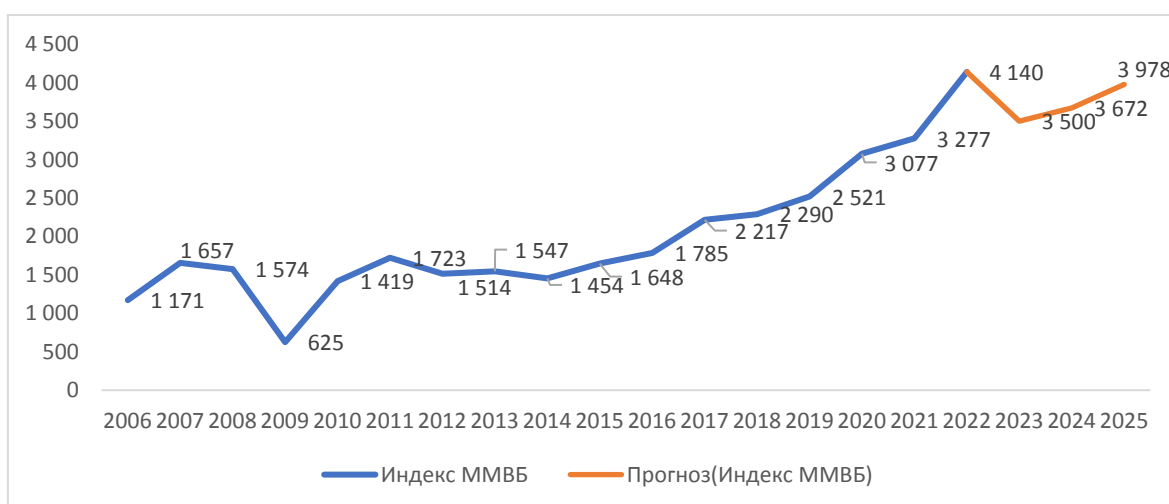
Показатели счета текущих операций в сценарии прогноза с ухудшением внешней конъюнктуры, млрд долл. США

	2020 (факт)	2021 (оценка)	2022 (про- гноз)	2023 (про- гноз)	2024 (про- гноз)
СТО	36	138	90	70	65
Торговый баланс	94	200	150	130	120
Экспорт	333	500	450	420	420
Импорт	240	300	300	290	300
Баланс услуг	-17	-22	-25	-25	-20
Экспорт	47	50	50	60	70
Импорт	64	72	75	85	90
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-40	-35	-35	-35

Источник: составлено авторами.

Основные показатели рынка акций

В сценарии ухудшения внешней конъюнктуры российский рынок акций ждет провал в 2022 году. Дальнейшие темпы восстановления также окажутся в зависимости от цен на нефть, которая не вырастет. Поэтому на всем прогнозном периоде не ожидается восстановление уровня биржевой активности с точки зрения объемов торгов. По этим же причинам индекс Мосбиржи вряд ли восстановится до уровня конца 2021 года (в соответствии с рис. 18).



Источник: составлено авторами.

Рис. 18. Индекс ММВБ (прогноз, сценарий ухудшения внешней конъюнктуры), на 1 января

Некоторые показатели финансовых организаций (банков)

В условиях ухудшения внешней конъюнктуры и невыхода из пандемийного кризиса в 2022 году будет проводиться мягкая денежно-кредитная политика, направленная на поддержку роста кредитования. Динамика кредитования, как в розничном, так и в корпоративном сегментах финансового рынка будет ниже, чем предполагает базовый сценарий. При этом прибыли в банковском секторе сократятся существенно, как показано в таблице 16.

Таблица 16

Некоторые показатели баланса банковского сектора в сценарии прогноза с ухудшением внешней конъюнктуры, на 1 января, в млрд руб.

	2021	2022	2023	2024	2025
Денежные средства и их эквиваленты	6 608	7 541	7 590	7 899	7 956
Кредиты банкам	9 973	11 044	12 100	12 954	13 289
Ценные бумаги	15 692	17 205	18 010	18 256	18 888
Участие в уставных капиталах	2 445	2 703	2 791	2 856	2 911
Кредиты нефинансовым организациям	37 149	42 380	42 805	42 999	43 750
Кредиты финансовым организациям	6 990	7 664	8 001	8 120	8 354
Кредиты физлицам	20 044	25 585	29 032	29 984	30 682
Средства корпоративных клиентов	34 067	37 244	42 850	44 001	44 220
Государственные средства	3 987	9 411	9 621	9 830	10 099
Средства физлиц	32 834	33 202	35 890	36 120	37 800
Счета эскроу ФЛ по ДДУ	1 173	3 166	4 980	5 390	6 075
Чистая прибыль текущего года	1 608	2 060	1 501	1 290	1 369

Источник: составлено авторами.

Заключение

Ключевым фактором неопределенности в ближайшем будущем является мутация коронавируса (например, как в случае с «Дельтой»), что повышает риски возобновления локдаунов в некоторых странах, что повлечет за собой неблагоприятные последствия для товарооборота и темпов восстановления мировой экономики. Уже сегодня наблюдается повсеместный рост экспортных цен из многих ключевых азиатских стран, что отражает как рост производственных затрат, являющийся следствием возросших мировых цен на сырьевые ресурсы, так и ограничения производственных мощностей и перебои в поставках. Растут импортные цены, увеличиваются транспортные расходы.

В последние месяцы индекс потребительских цен во многих странах мира, в том числе и в России, демонстрирует стабильный рост, чему способствуют возросшие цены на сырьевые товары, ограничения со стороны предложения, возросший потребительский спрос из-за возобновления роста экономики и восстановление в некоторых секторах экономики просевших за 2020 год цен.

Годовая инфляция выросла до более чем 5% в Соединенных Штатах, но пока остается на относительно низком уровне во многих других странах с развитой экономикой, особенно в Европе и Азии. В России высокие цены на энергоносители и продукты питания привели к росту инфляции, отражая как сильный рост цен, так и относительно высокую долю сырьевых товаров в расходах потребителей.

Базовая инфляция за исключением продуктов питания и энергоносителей также выросла. Недавний рост цен был особенно заметен в некоторых группах товаров длительного пользования, где спрос превышал предложение, особенно на автомобили. Однако в секторе услуг в целом индекс потребительских цен остается на более умеренном уровне.

Среднесрочные инфляционные риски возрастут, особенно если отложенный спрос окажется выше, чем ожидалось, или если для преодоления дефицита предложения потребуется существенно больше времени. Последствия повышения стоимости доставки товаров и цен на сырьевые товары уже ощутимы, и, вероятно, давление сохранится на протяжении большей части 2022 года, даже если не последует дальнейшего роста затрат.

В конечном итоге устойчивый рост инфляции по сравнению с низкими темпами, наблюдавшимися до и во время активной фазы пандемии, вероятно, случится только в том случае, если усилится рост заработных плат. Признаки нехватки рабочей силы уже сегодня появляются в индикаторах обследований в Северной Америке и Европе.

Выбор мер экономической политики во время пандемии может способствовать снижению давления на заработную плату на ранних этапах восстановления. Например, активное использование схем сохранения рабочих мест помогло сохранить баланс спроса и предложения на рынке труда, что позволило фирмам возобновить работу и удовлетворить более высокий спрос за счет увеличения рабочего времени. При этом в некоторых странах, в том числе в Соединенных Штатах, увольнения нарушили этот баланс и вызвали трудности с набором персонала по мере возобновления работы целых секторов экономики.

Более высокая воспринимаемая инфляция подтолкнула к росту инфляционных ожиданий домохозяйств на год вперед. Потенциальный риск заключается в том, что более длительный период повышенной инфляции может еще больше изменить ожидания. Рыночные индикаторы среднесрочных и долгосрочных инфляционных ожиданий, основанные на различиях в доходности облигаций (и инфляционных свопах), также выросли.

Прогнозируется, что восстановление мировой экономики продолжится, но останется неравномерным. Кампании по вакцинации населения во всем мире проходят с разной скоростью, а масштабы экономической поддержки со стороны государства и возможность возобновления деятельности компаниями из различных секторов экономики значительно различаются в зависимости от страны. Некоторые ограничения на перемещения населения между странами будут оставаться необходимыми и в 2022 году, поскольку «Дельта» привела к повторному введению внутренних мер сдерживания распространения вируса во многих странах с относительно низкими показателями вакцинации. Это повлияет в среднесрочной перспективе на возможности полного восстановления во всех странах.

Сильная поддержка со стороны государства и благоприятные финансовые условия должны поддержать спрос. Восстановление истощенных запасов, улучшение

условий на рынке труда, а также снижение все еще высоких уровней сбережений домашних хозяйств также помогут сохранить спрос в следующем году, компенсируя постепенное сворачивание фискальных мер, связанных с пандемией.

Мы оцениваем перспективы роста Российской экономики как неоднозначные. Прогнозируется, что рост в России останется близким к допандемическому треку, при этом экспортеры сырьевых товаров будут извлекать выгоду из высоких экспортных цен и высокого мирового спроса на сырьевые товары. Однако из-за более высоких цен на энергоносители и продукты питания пострадали реальные доходы населения, а риски новых вспышек вируса остаются высокими, поскольку реальный уровень вакцинации в России довольно низок. Возможности оказания существенной поддержки финансовому сектору ограничены, инфляционное давление уже растет, и ключевая ставка регулярно повышается стабилизации ожиданий. Риск повышенных государственных и частных расходов из-за пандемии также сохраняется до 2024 года.

Ожидается, что годовой уровень инфляции в России достигнет пика к четвертому кварталу 2021 года или началу 2022 году, а затем в следующем году начнет медленно снижаться. Согласно нашим прогнозам, влияние цен на сырьевые товары и рост транспортных расходов на инфляцию будет постепенно ослабевать по мере расширения предложения и стабилизации затрат. Эффект низкой базы, образовавшийся вследствие снижения цен на некоторые товары и услуги в 2020 году, также исчезнет. Давление на внутренние издержки в целом должно оставаться умеренным, а восстановление рынка труда после пандемии с точки зрения занятости и продолжительности рабочего времени уже во многом не завершено, хотя не во всех секторах. Тем не менее ожидается, что инфляция установится на уровне выше средних показателей, наблюдавшихся до пандемии.

Инфляция особенно быстро росла в последние месяцы, и даже с некоторым ослаблением ценового давления в следующем году, по прогнозам, среднегодовая инфляция в 2022 году составит около 6 процентов. Однако более жесткие денежно-кредитные условия должны помочь ограничить внутреннее давление на цены, особенно ко второй половине 2022 года.

Рассматриваемые в данной работе прогнозы зависят от развития пандемии, темпов и распространения вакцинации, а также от возобновления работы всех секторов экономики с течением времени. Распределение рисков сейчас лучше сбалансировано, чем год назад, но остается значительная неопределенность.

С другой стороны, быстрый прогресс в распространении вакцин повысит уверенность и расходы потребителей и компаний, а также будет способствовать более значительному снижению нормы сбережений домашних хозяйств, чем заложено в базовом прогнозе. Темпы роста мирового ВВП существенно увеличатся, превысив 4,8% в 2022 году, а безработица вернется к допандемическим уровням. Однако более сильный спрос также окажет повышательное давление на инфляцию в следующем году.

Потенциальным следствием этого сценария является то, что более сильное инфляционное давление в 2022 году может повысить ожидания финансовых рынков в отношении более раннего начала нормализации денежно-кредитной политики и создать трудности для некоторых стран. Четкая позиция органов денежно-кредитного регулирования, состоящая в том, что дополнительное инфляционное давление носит временный характер, поможет закрепить инфляционные ожидания и ограничить пересмотр цен на финансовых рынках.

Главным риском, проявляющимся в другом рассматриваемом нами сценарии, является невысокая скорость вакцинации и низкая эффективность существующих вакцин, что не позволит остановить передачу более заразных мутаций вируса, для которых затем могут потребоваться новые или модифицированные вакцины. В таких обстоятельствах, возможно, придется снова использовать более строгие меры сдерживания. При таком сценарии объем производства будет оставаться более слабым в течение длительного периода по сравнению с докризисным уровнем. Рост ВВП может упасть ниже 2% в 2022 году, при этом инфляция будет ниже, чем в базовом сценарии.

Все негативные шоки, рассматриваемые в данной работе, могут быть смягчены мерами макроэкономической политики. Рассмотрим некоторые из них.

Правительству необходимо как можно быстрее развернуть вакцинацию по всей территории страны, чтобы спасти жизни, сохранить доходы и взять вирус под контроль. Пока это не будет сделано, восстановление экономики и финансового сектора будет оставаться ненадежным и неопределенным. Неспособность обеспечить подавление вируса повышает риски продолжения появления новых, более сложных вариантов, что в конечном счете будет приводить к введению новых мер сдерживания.

От разработчиков экономической политики в России ожидают четких оценок траекторий развития и анонсов будущих изменений политики, что позволит «заякорить» ожидания, поддержать доверие инвесторов и обеспечить адекватную поддержку экономике и финансовому сектору.

Вследствие того, что в России темпы вакцинации населения остаются низкими, а меры сдерживания распространения коронавируса все еще периодически ужесточаются, по-прежнему необходима поддержка доходов работников и компаний в секторах, наиболее пострадавших от пандемии.

Денежно-кредитная политика должна оставаться очень гибкой до тех пор, пока не появятся явные признаки устойчивого прогресса в достижении целей среднесрочной политики. Во многих странах центральные банки продолжают предоставлять дополнительные денежно-кредитные стимулы через программы покупки активов.

Временное превышение инфляции целевого уровня ЦБ не следует стремиться подавить искусственным путем, но необходимо обеспечить сдерживание лежащих в основе изменения цен факторов и сохранение надежных инфляционных ожиданий в среднесрочной перспективе. Центральному банку будет проще поддерживать адаптивную денежно-кредитную политику в течение длительного периода времени, если он укажет на то, что будет стремиться на некоторое время превысить целевой показатель инфляции. Тем не менее, необходимо четкое информирование о горизонте планирования и степени, в которой будет допущено такое превышение, вместе с указанием сроков и последовательности возможных шагов по нормализации политики.

Ключевые шаги по нормализации должны быть последовательными, начиная с отмены чрезвычайных мер по обеспечению надлежащего функционирования финансовых рынков, возможной стабилизации балансов центрального банка (только путем реинвестирования поступлений от активов с наступающим сроком погашения), заканчивая увеличением ключевой ставки. Следует проводить информационную кампанию о таких шагах, предпринимаемых государством, и в своих решениях руководствоваться анализом финансовых условий, устойчивости улучшений на рынках труда, признаков длительного инфляционного давления и поддержки со стороны налогово-бюджетной политики. В отсутствие четких сигналов ключевой риск состоит в том, что меры по замедлению покупок активов и повышение процентных ставок вызовут существенное изменение цен на финансовых рынках вследствие изменения ожиданий относительно сроков будущих изменений процентных ставок.

Адаптивная денежно-кредитная политика в России может быть сохранена при условии, что инфляционные ожидания останутся устойчивыми. Если же будет наблюдаться неустойчивость, то может потребоваться дальнейшее повышение ключевой

ставки для обеспечения стабильности и смягчения возможных неблагоприятных побочных эффектов от рисков финансового рынка.

Фискальная политика также должна оставаться гибкой и зависеть от состояния экономики. Сильные бюджетные стимулы, реализуемые в 2021 году, продолжают стимулировать восстановление, поддерживая спрос, сохраняя доходы и обеспечивая значительные расходы на здравоохранение и вакцинацию.

Следует избегать преждевременного и резкого прекращения государственной поддержки, поскольку среднесрочные перспективы все еще остаются неопределенными. Любое сдерживание роста бюджетных расходов в 2022 году должно быть обусловлено сокращением расходов, связанных с кризисом, по мере укрепления экономики и расширения охвата вакцинацией, а не мерами бюджетной консолидации. Нагрузка, связанная с обслуживанием государственного долга, остается на контролируемом умеренном уровне несмотря на растущий уровень долга, чему способствует благоприятная денежно-кредитная политика. Это дает возможность обеспечить устойчивую финансовую поддержку экономике, целью которой является полное и стабильное восстановление во всех секторах.

По мере восстановления экономики акцент в государственной политике должен все больше смещаться в сторону обеспечения перспектив устойчивого роста, в том числе за счет дополнительных государственных инвестиций в здравоохранение и цифровую инфраструктуру, а также за счет изменения в системе налогообложения.

Практически во всех странах пандемия спровоцировала глубокую рецессию и потенциально длительные структурные изменения. Спрос резко упал в одних секторах, но резко вырос в других. Наиболее пострадавшими оказались те направления сектора услуг, которые не могут предоставляться в цифровом виде удаленно, а также пострадал сектор трансграничной торговли.

Из-за стремительного развития кризисных явлений ресурсы не успевают перераспределиться. Несоответствия на рынке труда почти неизбежны; работники могут не иметь необходимых навыков для новой работы, могут оставаться в тех секторах экономики, где перспективы трудоустройства не улучшаются, или они могут не знать о возможностях. Пока неизвестно, как долго будут продолжаться такие эффекты. Тем не менее, кризисы подчеркивают важность политики, способствующей перераспределению ресурсов, в том числе и финансовых, между различными секторами и видами деятельности.

Необходимость приспособливаться с минимальными затратами к секторальным сдвигам, вызванным пандемией, и устранять потенциальные долгосрочные издержки, связанные с перебоями во время пандемии, усугубляет долгосрочные проблемы, возникшие еще до появления COVID-19, которые требуют структурных политических действий. Правительству необходимо воспользоваться возможностью и ускорить такие реформы в условиях благоприятной экономической конъюнктуры и быстрого роста спроса.

Значительные фискальные ресурсы, мобилизуемые для поддержки экономики во время пандемии, также могут быть перенаправлены на цифровую трансформацию по мере уменьшения потребности в чрезвычайной поддержке финансового сектора. Именно расширенное внедрение цифровых сервисов позволит обеспечить рост финансовой доступности в стране и развитие различных направлений финансового сектора.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. World Bank <https://www.worldbank.org/en/home>.
2. Банк России <https://www.cbr.ru/>.
3. Министерство финансов Российской Федерации <https://minfin.gov.ru/ru/>.
4. ПАО Мосбиржа <https://www.moex.com/>.
5. Swiss Re <https://www.swissre.com/>.

В СЕРИИ ПРЕПРИНТОВ
РАНХиГС РАССМАТРИВАЮТСЯ
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ
И ПРАКТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ
К СОЗДАНИЮ, АКТИВНОМУ
ИСПОЛЬЗОВАНИЮ
ВОЗМОЖНОСТЕЙ
ИННОВАЦИЙ В РАЗЛИЧНЫХ
СФЕРАХ ЭКОНОМИКИ
КАК КЛЮЧЕВОГО УСЛОВИЯ
ЭФФЕКТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ



РАНХиГС

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ