



# МОНИТОРИНГ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ В РОССИИ

ТЕНДЕНЦИИ И ВЫЗОВЫ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

№ 2(85) Февраль 2019 г.

ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ВЫВОДЫ .....	3
1. ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС В 2018 ГОДУ: РЕКОРД САЛЬДО ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ А.Божечкова, А.Кнобель, П.Трунин .....	6
2. ДИНАМИКА ПРОМЫШЛЕННОГО ПРОИЗВОДСТВА В ПРОШЕДШЕМ ГОДУ: РОСТ В ДОБЫВАЮЩЕМ СЕКТОРЕ А.Жемкова, А.Каукин, Е.Миллер.....	10
3. РОССИЙСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ В 2018 ГОДУ: СТАГНАЦИЯ, НО НЕ КРИЗИС С.Цухло .....	14
4. БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА: КЛЮЧЕВЫЕ ТРЕНДЫ М.Хромов.....	17
5. РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК: РИСКИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ А.Абрамов, А.Лаврищева .....	19
АВТОРЫ ЭТОГО НОМЕРА .....	26



## ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ВЫВОДЫ

Намерение ФРС США смягчить (перестать ужесточать) свою политику не только соответствует пожеланиям президента Трампа, но и вносит некоторую долю оптимизма в прогнозы относительно ближайших перспектив развивающихся экономик. Ослабляется влияние фактора, способствующего оттоку капитала, девальвации национальных валют и росту инфляции.

Еще одним фактором, теоретически способным воздействовать на мировой рынок как минимум углеводородов, мог стать венесуэльский. Но если одной лишь перспективы санкционного давления на нефтяной экспорт Ирана хватило для резкого роста котировок, то фактическая блокада поставок из Венесуэлы пока не повлияла на конъюнктуру. Прогнозы затруднительны, кроме, возможно, одного: при возвращении в страну американского влияния как США, так и Китай будут заинтересованы в восстановлении и увеличении здесь добычи нефти в качестве инструмента понижательного давления на мировые цены в противовес политике ОПЕК+.

С меньшей степенью уверенности сегодня можно судить о динамике (и, соответственно, прогнозах) ряда актуальных показателей, характеризующих российский ВВП, промышленное производство, строительство, инвестиции. Неожиданно резкий рост экономики по итогам 2018 г., представленный Росстатом, обозначил такой разрыв и с официальными, и с экспертными оценками, что он потребует убедительной, непротиворечивой и внятной аргументации. Впрочем, аномально высокие или рекордные показатели вызывают подобные сомнения далеко не всегда.

Опубликованный регулятором платежный баланс РФ за 2018 г. свидетельствует о рекордном за всю историю наблюдений, начиная с 1992 г., положительном сальдо счета текущих операций (114,9 млрд долл.). По сравнению с 2017 г. он вырос в 2,5 раза, и наши эксперты последовательно рассматривают источники подобного роста.

Главную роль сыграл положительный торговый товарный баланс, который превысил 194 млрд долл. (на 68% выше уровня 2017 г.). Подобную динамику, с одной стороны, обеспечил рост цен практически на все базовые товары российского экспорта, с другой, – фактическая стагнация импорта в условиях ослабления рубля. Рост счета текущих операций оказался таким, что ему не помешал даже существенный дефицит финансового счета, включая увеличение примерно в 2,5 раза (по сравнению с 2017 г.) чистого вывоза капитала банками и предприятиями. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ сократилась с максимального уровня в апреле 2018 г. (34,5%) до 24,7% к началу декабря.

Согласно экспертному прогнозу, в 2019 г. при сохранении текущих мировых цен на нефть и номинального курса рубля следует ожидать незначительного укрепления реального курса национальной валюты и стабилизации (по стоимости) уровня экспорта и импорта, что будет

способствовать сохранению значительного положительного счета текущих операций. Однако риски ужесточения санкций, особенно направленных против госдолга РФ, могут стимулировать отток капитала и резкие колебания валютного курса в 2019 г.

Специалисты Института Гайдара, проведя декомпозицию роста промышленности, представили поквартальный анализ промышленного выпуска в 2018 г. Они приходят к выводу, что в I квартале, несмотря на рост добычи газа и угля (вызванный конъюнктурными причинами), в большинстве сегментов реального сектора не наблюдалось признаков перехода к устойчивому росту. Обрабатывающий сектор показал «околонулевые» темпы выпуска. Структурных предпосылок роста не обнаружилось, и такая картина оставалась неизменной в течение всего 2018 г.

В конце II квартала Росстат объявил о корректировке динамики выпуска за предшествующие два года. В результате учета всех изменений можно было говорить о наметившемся в первом полугодии умеренном росте в ряде отраслей (нефтепродукты, деревообработка, металлургия, стройматериалы). Однако после произведенных Росстатом изменений интерпретировать данные следует весьма осторожно. В III квартале выпуск обрабатывающих отраслей вернулся к «околонулевым» темпам, а IV квартал подтвердил общую тенденцию года: уверенный рост в добывающем секторе и стагнация в обрабатывающем (положительная динамика проявляла себя лишь при государственной поддержке). В 2019 г. основным риском для темпов выпуска служит возможное сокращение производства в добывающем секторе, в обработке же причин для перемен не наблюдается: расти могут отрасли, работающие на экспорт (химия, металлургия, леспром), с невысоким уровнем добавленной стоимости.

Исследователи Института Гайдара, еще с 1992 г. осуществляющие мониторинг состояния промышленных предприятий, фиксируют, с одной стороны, отсутствие кризисных явлений в 2018 г., а, с другой, – замедление выхода из стагнации. Судя по опросам, оптимистические ожидания промышленности, проявлявшиеся в 2017 г., снизились. В наибольшей степени ухудшились их прогнозы в отношении будущих продаж. Не слишком радужными оказались представления предприятий и о своем финансово-экономическом положении, однако эта позиция по-прежнему оценивается ими наиболее позитивно: 88% предприятий оценивают его как «хорошее» или «удовлетворительное» (90% в 2017 г.).

Рассматривая ситуацию в российском банковском секторе, эксперты указывают, что на 1 января текущего года в банковской системе действовали 484 кредитные организации по сравнению с 542 годом ранее. В начале 2013 г. их число превышало тысячу (1094). За последнее пятилетие Банк России, проводя политику расчистки банковского сектора, отозвал более 400 лицензий на осуществление банковских операций. Эта политика совпала с ухудшением ситуации в российской экономике и с введением санкций в отношении крупнейших российских банков. Рекордное количество лицензий (97) было отозвано в 2016 г., суммарные активы лишившихся их банков достигли 1,7 трлн руб. (2% активов банковского сектора). Однако в основном регулятор выводил с рынка небольшие банки.

В 2017 г. ряд крупных частных банков подверглись процедуре финансового оздоровления, но в 2018 г. санация была использована в отношении

## Основные тенденции и выводы

лишь одного банка (Азиатско-Тихоокеанского), при этом средний размер активов банков, лишившихся лицензии, снизился до 9,5 млрд руб. по сравнению с 19 млрд в «пиковый» период (2015–2016 гг.).

Анализируя итоги 2018 г. на российском финансовом рынке, эксперты указывают, что в минувшем году он оказался одним из самых волатильных в мире. При этом российский фондовый рынок был более доходным и стабильным, чем многие другие развивающиеся рынки. Например, по уровню дивидендной доходности рынок РФ вошел в тройку мировых лидеров. Однако на более длинной, среднесрочной дистанции он по-прежнему проигрывает конкурентам и с точки зрения доходности, и по индикаторам риска инвестирования. Риски, включая санкционные, способствуют оттоку средств нерезидентов. По аналогичным причинам в 2018 г. заметно сократилось размещение корпоративных облигаций.

В существующих условиях, полагают наши эксперты, необходимы меры по ускоренному развитию институтов, позволяющих аккумулировать внутренние сбережения населения и банков. В числе препятствующих этому причин, по их мнению, сохраняющаяся «заморозка» системы пенсионных накоплений, задержка с разработкой законодательства о дополнительном пенсионном обеспечении, недоверие населения к действующим механизмам коллективных инвестиций. ●

# 1. ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС В 2018 ГОДУ: РЕКОРД САЛЬДО ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ

А.Божечкова, А.Кнобель, П.Трунин

В 2018 г. положительное сальдо счета текущих операций платежно-го баланса России выросло в 2,5 раза по сравнению с 2017 г. и достигло рекордного уровня за всю историю наблюдений, начиная с 1992 г. Это связано с ростом экспорта топливно-энергетических товаров в результате улучшения условий торговли и стагнацией импортных поставок, обусловленной ослаблением рубля. При этом наблюдался значительный чистый вывоз капитала частным сектором в связи с сокращением иностранных обязательств и ростом иностранных активов банков и предприятий.

Согласно опубликованной Банком России предварительной оценке платежного баланса за 2018 г., сальдо текущих операций составило 114,9 млрд долл., что в 2,5 раза (на 81,6 млрд долл.) больше, чем за 2017 г.<sup>1</sup> Сальдо достигло своего рекорда в абсолютном выражении за всю историю России (начиная с 1992 г.), хотя относительно ВВП в 2001–2006 гг. отмечались и более высокие значения.

Торговый товарный баланс составил 194,4 млрд долл., превысив на 68% (на 79 млрд долл.) значение 2017 г. (рис. 1). Определяющую роль в этом сыграло увеличение экспорта на 25% – с 353,5 млрд долл. в 2017 г. до 443,4 млрд долл. в 2018 г. Такой рост обусловлен в основном повышением среднегодовой цены на нефть, нефтепродукты и природный газ,

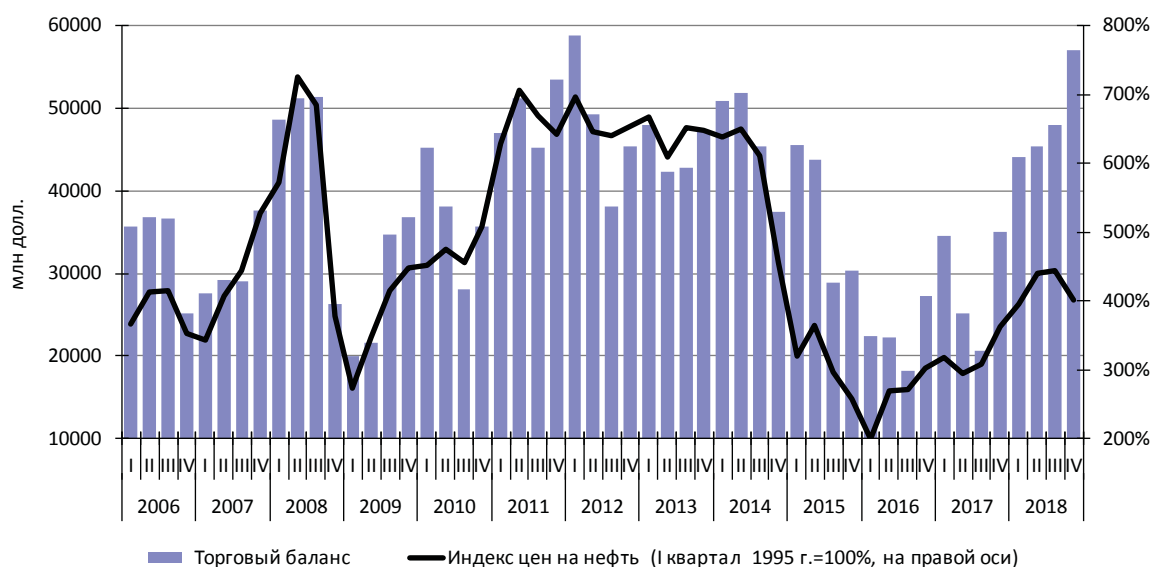


Рис. 1. Торговый баланс и динамика цен на нефть

Источник: Банк России, МВФ.

1 См. Божечкова А., Кнобель А., Трунин П. Платежный баланс РФ в 2017 г. // Экономическое развитие России. 2018. Т. 25. № 2. С. 8–11.

## 1. Платежный баланс в 2018 году: рекорд сальдо текущих операций

Таблица 1

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕН НА БАЗОВЫЕ ТОВАРЫ РОССИЙСКОГО ЭКСПОРТА В 2018 Г. ПО СРАВНЕНИЮ С 2017 Г.

Товарная группа	Доля товарной группы в экспорте, %	Средняя цена экспортных поставок в январе-ноябре 2018 г., долл./т	Средняя цена экспортных поставок в январе-ноябре 2017 г., долл./т	Прирост цены, %
Нефть сырая	29	501	365	+37
Нефтепродукты	18	521	388	+34
Газ природный*	11	221	180	+23
Черные металлы	5,2	506	440	+15
Уголь каменный	3,8	85	75	+14
Пшеница и меслин	1,9	190	176	+8
Удобрения минеральные	1,7	237	209	+14
Газ природный сжиженный**	1,2	142	131	+9
Алюминий	1,2	1 757	1 646	+7
Лесоматериалы обработанные	1,0	234	217	+8
Медь	0,9	6 355	6 133	+4
Рыба свежая и мороженая	0,7	1 822	1 587	+15
Никель	0,4	13 058	10 044	+30

\* цена указана за млрд куб. м

\*\* цена указана за тыс. куб. м

Источник: ФТС России, расчеты авторов.

а также другие базовые товары российского экспорта (табл. 1) при сохранении стабильных физических объемов поставок.

Росту торгового товарного баланса способствовала также стагнация импортных поставок, которые выросли за 2018 г. лишь на 4,6% (в абсолютных значениях на 11 млрд долл.) с 238 млрд долл. в 2017 г. до 249 млрд долл. в 2018 г. При этом во втором полугодии наблюдалось снижение импорта на 2,3% (или на 3 млрд долл.) по сравнению со вторым полугодием 2017 г. Это объясняется прежде всего ослаблением рубля: согласно данным Банка России, индекс реального эффективного курса рубля к иностранным валютам в 2018 г. снизился относительно 2017 г. на 7,7% – значимое ослабление, означающее относительное удорожание импортных поставок<sup>1</sup>.

Баланс торговли услугами в 2018 г. составил -30,2 млрд долл., что на 2,9% меньше аналогичного показателя 2017 г. (-31,1 млрд долл.). Выросли в 2018 г. по сравнению с 2017 г. и экспорт (главным образом, за счет туризма в Россию и транспортных услуг), и импорт услуг (главным образом, за счет поездок, транспортных и прочих деловых услуг). При этом экспорт вырос в большей степени и в относительном, и в абсолютном выражении прежде всего вследствие проведения в РФ чемпионата мира по футболу. Экспорт увеличился за год на 13% с 57,7 млрд долл. до 65 млрд долл., а импорт – на 7,5% с 88,8 млрд долл. до 95,5 млрд долл.

Баланс инвестиционных доходов, как и баланс оплаты труда, за 2018 г. изменились незначительно. Первый вырос на 0,9 млрд долл. (с -39,8 млрд долл. до -38,9 млрд долл.), а второй – на 0,5 млрд долл. (с -2,3 млрд долл. до -1,8 млрд долл.).

1 О влиянии курсовой динамики на торговлю см.: Кнобель А., Фиранчук А. Внешняя торговля России в январе-августе 2017 г. // Экономическое развитие России. 2017. Т. 24. № 11. С. 12–18.

Таким образом, основным фактором, определяющим величину сальдо счета текущих операций, в российской экономике по-прежнему остается баланс торговли услугами и торговый товарный баланс, сальдо которого, в свою очередь, в значительной степени зависит от динамики цен на углеводороды и другие базовые товары российского экспорта; а также от номинального курса рубля.

Увеличение профицита счета текущих операций сопровождалось ростом дефицита финансового счета, который в 2018 г. составил 76,8 млрд долл., в 6 раз превысив значение 2017 г. (12,6 млрд долл.). Чистый вывоз капитала банками и предприятиями за 2018 г. достиг 67,5 млрд долл., тогда как в 2017 г. он составил 25,2 млрд долл. (рис. 2). Если в 2017 г. вывоз капитала частного сектора был практически полностью связан с операциями банков, то в 2018 г. вклад банков и предприятий оказался сопоставимым: 30,9 млрд долл. (23,3 млрд долл. в 2017 г.) и 36,6 млрд долл. (1,9 млрд долл. в 2017 г.) соответственно.

Отток капитала банковского сектора был обусловлен, с одной стороны, ростом иностранных активов банков на 7,0 млрд долл. (в 2017 г. происходило снижение иностранных активов на 4,4 млрд долл.), с другой, – снижением иностранных обязательств на 23,9 млрд долл. (снижение иностранных обязательств на 27,7 млрд долл. в 2017 г.).

Чистый отток капитала предприятий был обусловлен преимущественно ростом иностранных активов на 30,3 млрд долл. (18,2 млрд долл. в 2017 г.). Предприятия в основном наращивали их в виде прямых иностранных инвестиций (на 25,8 млрд долл. по сравнению с 35,9 млрд долл. за 2017 г.) и прочих активов (на 13,0 млрд долл. по сравнению с -11,7 млрд долл. в 2017 г.).

В 2018 г. предприятия перешли к сокращению иностранных обязательств (снижение на 7,1 млрд долл.), тогда как в 2017 г. наблюдался их рост (на 14,2 млрд долл. в 2017 г.). Так, уменьшение ссуд и займов составило 9,6 млрд долл. (снижение на 8,5 млрд долл. в 2017 г.), сокращение портфельных инвестиций – 0,5 млрд долл. (снижение на 4,5 млрд долл. 2017 г.). Привлеченные прямые иностранные инвестиции составили всего 1,9 млрд долл. по сравнению с 27,1 млрд долл. в 2017 г., увеличение прочих обязательств достигло 1,1 млрд долл. (0,1 млрд долл. 2017 г.).

Состояние рынка облигаций федерального займа (ОФЗ) в 2018 г. во многом определялось негативными ожиданиями инвесторов в отношении ужесточения санкций против российского государственного долга. За 2018 г. вложения нерезидентов в обязательства федеральных органов управления сократились на 5,7 млрд долл. (тогда как за 2017 г. они выросли на 13,6 млрд долл.). В результате доля нерезидентов на рынке ОФЗ, достигнув максимальных значений в апреле 2018 г. (34,5%), снизилась до 24,7% к началу декабря 2018 г.

Увеличение международных резервных активов за 2018 г. достигло 38,2 млрд долл. (22,6 млрд долл. в 2017 г.), что обусловлено прежде всего покупкой Минфином России иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках бюджетного правила. В течение 2018 г. темпы увеличения международных резервных активов снижались. Так, за I квартал они выросли на 19,3 млрд долл., за II квартал – на 11,3 млрд долл., за III квартал – на 5,0 млрд долл., а за IV квартал – на 2,6 млрд долл. Это объясняется тем, что с целью снижения волатильности на финансовых рынках с 24 августа 2018 г. регулятор приостановил покупку



## 1. Платежный баланс в 2018 году: рекорд сальдо текущих операций

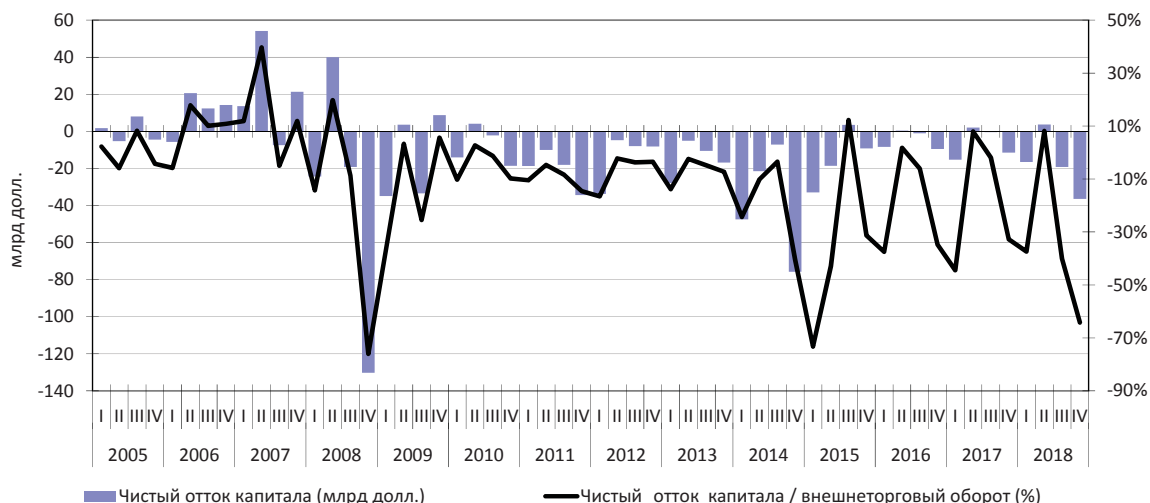


Рис. 2. Чистый отток капитала частного сектора в 2005–2018 гг.

Источник: Банк России, расчеты Института Гайдара.

валюты на рынке для Минфина России до конца декабря 2018 г., после чего Минфин осуществлял закупки напрямую у Банка России.

Примечательно, что, несмотря на рекордные значения сальдо текущего счета за 2018 г., курс рубля к доллару снизился на 20,6% до 69,5 руб. за доллар. Пик обесценения рубля пришелся на апрель (на 8,3% до 62 руб. за доллар по сравнению с концом марта) и август (на 8,4% до 68,1 руб. за доллар по отношению к концу июля). Основной причиной этого стал отток капитала в связи с ужесточением санкций против России. Кроме того, падение рубля в 2018 г. было обусловлено ухудшением ситуации на всех развивающихся рынках в результате ужесточения монетарной политики США, торговых войн, роста рисков инвестирования в развивающиеся рынки в связи с финансовой нестабильностью в Аргентине и Турции.

По всей видимости, в 2019 г. при сохранении текущих мировых цен на нефть (~60 долл./барр.) и номинального курса рубля на уровне 65–70 руб./долл. следует ожидать незначительного укрепления реального курса национальной валюты, стабилизации стоимостных объемов экспорта и импорта, что будет способствовать сохранению высоких значений счета текущих операций. Тем не менее, риски дальнейшего ужесточения санкций, в особенности направленных против российского государственного долга, могут привести к оттоку капитала и резким колебаниям валютного курса в 2019 г. ●

## 2. ДИНАМИКА ПРОМЫШЛЕННОГО ПРОИЗВОДСТВА В ПРОШЕДШЕМ ГОДУ: РОСТ В ДОБЫВАЮЩЕМ СЕКТОРЕ

А.Жемкова, А.Каукин, Е.Миллер

*Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях в 2018 г. была близка к нулевой. Рост наблюдался в добывающем секторе, в основном за счет увеличения добычи природного газа и угля. В обработке положительные темпы роста были связаны либо с благоприятной мировой конъюнктурой, либо с наличием прямой государственной поддержки, в остальных случаях выпуск стагнировал или падал. Проведенный анализ не позволяет говорить о появлении структурных предпосылок роста в обрабатывающих отраслях.*

### **Начало 2018 г.: рост добычи газа и угля<sup>1</sup>**

Анализ динамики выпуска промышленности, выполненный в Институте Гайдара после проведения декомпозиции и выделения трендовой составляющей, показал, что признаков перехода к устойчивому росту в I квартале 2018 г. не наблюдалось в большинстве сегментов реального сектора.

Добывающий сектор показал медленный рост, положительный вклад в его динамику внесли газовая и угольная отрасли (выпуск в нефтяной отрасли несколько снизился за счет продления договоренности с ОПЕК+ о сокращении добычи). Газовая – благодаря увеличению экспорта в европейском направлении (из-за холодной зимы и сокращения добычи в самой Европе), а также за счет выхода на рабочую мощность проекта «Ямал СПГ». Угольная – вследствие роста мировых цен на уголь при перебоях в поставках на международном рынке.

В то же время обрабатывающий сектор показал «околонулевые» темпы роста выпуска. Заметный вклад в замедление темпов роста обработки внесли производство транспортных средств и оборудования, производство машин и оборудования, электрооборудования. Положительную динамику демонстрировали текстильная промышленность, химия и металлургия. Главными факторами роста в обрабатывающих отраслях стали либо благоприятная мировая конъюнктура, либо наличие государственной поддержки (например, в легкой промышленности). Свидетельств в пользу наличия структурных предпосылок роста выявить не удалось; такая картина оставалась неизменной в течение всего года.

### **II квартал 2018 г.: ретроспективный пересмотр статистики Росстатом<sup>2</sup>**

В конце II квартала 2018 г. Росстат объявил о корректировке динамики выпуска за предшествующие два года, указав в качестве основных причин: 1) замену оперативной статистики о производстве продукции

<sup>1</sup> Каукин А., Миллер Е. Промышленное производство в первом квартале 2018 г. // Экономическое развитие России. 2018. № 5. С. 35–38.

<sup>2</sup> Каукин А., Миллер Е. Динамика промышленного производства в первом полугодии 2018 г.: новый пересмотр статистики Росстатом // Экономическое развитие России. 2018. № 8. С. 25–29.

## 2. Динамика промышленного производства...

и объемах выполненных услуг уточненными данными; 2) появление актуальной статистики об объемах производства на малых предприятиях; 3) уточнение собранной по компаниям статистики в новой версии классификатора продуктов (ОКПД2) и видов деятельности (ОКВЭД2).

В результате расчет трендовых компонент в отраслях российской промышленности показал наметившийся в первом полугодии 2018 г. умеренный рост в ряде отраслей промышленности. Увеличение выпуска в добывающем секторе объяснялось ростом нефтяных котировок, а также добычи природного газа. Некоторый рост обрабатывающей промышленности был обеспечен секторами, нацеленными на экспорт продукции деревообработки, нефтепереработки, черной металлургии и оживлением строительной отрасли (рост производства строительных материалов). При этом необходимо учитывать, что интерпретация показателей данного периода осложняется неточностями, связанными с невозможностью аккуратно сопоставить данные о промышленном производстве в краткосрочной и среднесрочной перспективе вследствие изменений в статистике Росстата.

### **III квартал 2018 г.: возвращение к околонулевому росту<sup>1</sup>**

Показатели III квартала 2018 г. демонстрировали возвращение динамики выпуска обрабатывающих отраслей и в целом промышленного производства к околонулевым темпам роста. Это можно рассматривать как косвенное свидетельство того, что рост во II квартале, по крайней мере, частично, объясним упомянутыми изменениями в методике Росстата. В III квартале происходило также сокращение импорта, особенно заметное в пищевой, машиностроительной и химической отраслях. По некоторым экспертным оценкам, это могло быть связано со снижением общего уровня спроса в экономике. Однако проведенный анализ трендовых составляющих роста данных отраслей не выявил падения выпуска, что на данном этапе не подтверждало предположений экспертов.

### **IV квартал 2018 г.: рост добычи, стагнация обработки**

Анализ динамики трендовых составляющих промышленного производства в IV квартале свидетельствует о сохранении общей для 2018 г. тенденции (*рис. 1*): уверенный рост в добывающем и стагнация в обрабатывающем секторах. Рост промышленного производства, после исключения сезонного и календарного факторов, в декабре 2018 г. по сравнению с декабрем 2017 г. составил 2,9% (по сравнению с сентябрем 2018 г. – 0,2%).

Выпуск добывающих отраслей (*рис. 2*) превысил уровень начала IV квартала 2018 г. на 0,3%, несмотря на принятые в ноябре обязательства ОПЕК+ о сокращении добычи нефти. Продолжился рост в газовой отрасли. В угледобывающей промышленности на протяжении всего 2018 г. наблюдался рост: годовая добыча выросла на 7% по сравнению с 2017 г. Данный тренд связан со стремлением расширить присутствие на мировом угольном рынке. В целом рост производства топливно-энергетических ресурсов в декабре 2018 г. по отношению к сентябрю 2018 г. составил 1,7%, а к декабрю 2017 г. – 7,2%.

<sup>1</sup> Каукин А., Миллер Е. Промышленное производство в третьем квартале 2018 г.: околонулевой рост // Экономическое развитие России. 2018. № 11. С. 10–14.

## Мониторинг экономической ситуации в России

Сохранилась наблюдавшаяся в начале года тенденция к росту в пищевой и текстильной отраслях (табл. 1). Кроме того, несмотря на ограничения импорта продукции компании «Русал» в США, объемы выпуска металлургической промышленности не упали. Это произошло за счет роста поставок на внутренний рынок, что, по всей видимости, может быть связано с временной переориентацией на пополнение запасов отечественных фирм до снятия ограничений на поставки в США<sup>1</sup> и с мерами по стимулированию внутреннего спроса на алюминий.

Положительные темпы роста в IV квартале 2018 г. демонстрировало производство транспортных средств и оборудования за счет стимулирования роста выпуска легковых, грузовых автомобилей и автобусов мерами государственной поддержки по увеличению автокредитования. Учитывая изменение условий предоставления государственной помощи с начала 2019 г., можно ожидать некоторого сокращения темпов роста выпуска в этой отрасли в начале 2019 г. По результатам анализа динамики трендовой составляющей, индекс объемов выпуска машиностроительной отрасли показал спад, причиной которого является снижения спроса на инвестиционное оборудование.

Таким образом, предпосылок для устойчивого структурного роста в 2019 г. в обрабатывающей промышленности так же как и в 2018 г. практически не наблюдается. Основным риском для динамики промышленности в целом в 2019 г. может стать сокращение выпуска в добывающем секторе. Объективных причин для смены точек роста в обрабатывающей промышленности (химия, металлургия, лесопромышленный комплекс – экспортно ориентированные отрасли с невысоким уровнем добавленной стоимости в продукции) в 2019 г. на данный момент не наблюдается.

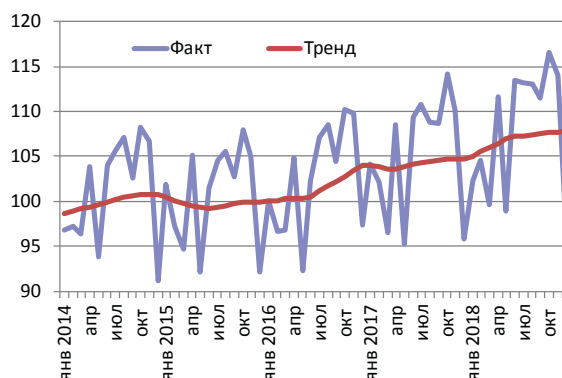
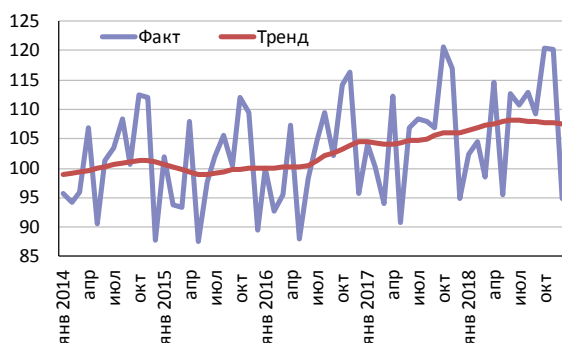


Рис. 1. Динамика индекса промышленного производства в 2014–2018 гг. (фактические данные и трендовая компонента), % к январю 2016 г.

Источник: Росстат, расчеты авторов.

Добыча полезных ископаемых

% к марту 2017 г.



Обрабатывающая промышленность

% к январю 2016 г.

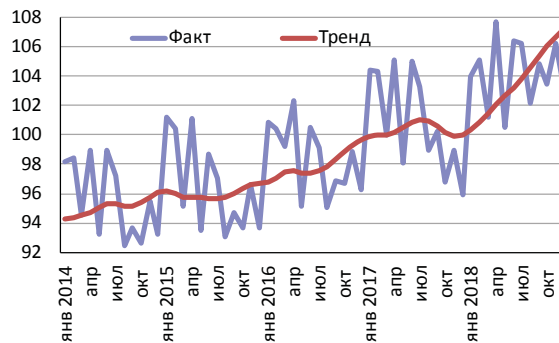


Рис. 2. Динамика индексов промышленного производства по отраслям в 2014–2018 гг., фактические данные и трендовая компонента

Источник: Росстат, расчеты авторов.

1 Индексы ИПЕМ. Мониторинг состояния промышленности // ИПЕМ. Декабрь 2018. [[http://ipem.ru/files/files/index\\_archive/20190117\\_indeks\\_2018.pdf](http://ipem.ru/files/files/index_archive/20190117_indeks_2018.pdf)]

## 2. Динамика промышленного производства...

Таблица 1

### ИЗМЕНЕНИЕ ИНДЕКСА ВЫПУСКА ПО ОТРАСЛЯМ ЭКОНОМИКИ, %

	Доля в индексе промышленного производства	Декабрь 2018 к сентябрю 2018	Декабрь 2018 к декабрю 2017	Изменения последних месяцев
Индекс промышленного производства		100,21	102,90	стагнация
Добыча полезных ископаемых	34,54	101,73	107,16	рост
Обрабатывающие производства	54,91	99,71	101,40	стагнация
в т.ч.:				
Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	16,34	101,49	108,32	медленный рост
Текстильное и швейное производство	1,14	100,83	110,14	медленный рост
Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	0,27	96,81	90,36	спад
Обработка древесины и производство изделий из дерева	2,02	103,50	116,86	рост
Целлюлозно-бумажное производство	3,35	95,86	87,02	спад
Производство кокса, нефтепродуктов	17,25	100,14	101,44	стагнация
Химическое производство	7,56	102,16	111,47	рост
Производство резиновых и пластмассовых изделий	2,14	96,75	98,69	спад
Пр-во прочих неметаллических минеральных продуктов	4,02	96,91	103,13	спад
Металлургическое пр-во и пр-во готовых металлических изделий	17,42	101,47	105,82	медленный рост
Производство машин и оборудования	6,97	97,39	98,20	спад
Производство электрооборудования, электрического и оптического оборудования	6,27	97,50	109,47	спад
Производство транспортных средств и оборудования	6,75	101,68	78,16	рост
Прочие производства	2,42	106,64	113,51	рост
Электроэнергия газ и вода	13,51	99,29	102,16	медленный спад

Источник: Росстат, расчеты авторов.

### 3. РОССИЙСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ В 2018 ГОДУ: СТАГНАЦИЯ, НО НЕ КРИЗИС

С.Цухло

2018 г. стал, судя по опросам, сложным периодом для российской промышленности. С одной стороны, не наблюдалось явных кризисных изменений. С другой, – замедление позитивных тенденций, сформировавшихся в 2017 г., негативно сказалось на оценках предприятиями существующей ситуации. Преодоление стагнации замедлилось.

Индекс промышленного оптимизма ИЭП<sup>1</sup>, рассчитываемый по результатам опросов, дает первое представление о положении дел в отрасли. В 2018 г. этот показатель сохранил значения, достигнутые в 2017 г. (рис. 1). Таким образом, в прошлом году российская промышленность не смогла преодолеть стагнацию 2012–2016 гг. Заметим, что этот Индекс не дает оснований для специального выделения 2015–2016 гг. в качестве отдельного кризисного периода. Для российской промышленности эти два года стали лишь продолжением стагнации, начавшейся после неуверенного (неполного) выхода из кризиса 2008–2009 гг. Определяющим фактором в 2018 г. стало ухудшение динамики спроса на промышленную продукцию. По среднегодовым данным, баланс фактических изменений продаж потерял 6 пунктов. В такой ситуации предприятия предпочли минимизировать избыточность своих запасов готовой продукции. Баланс среднегодовых оценок запасов снизился с +7 пунктов до 0 пунктов. Отметим, что небольшой положительный баланс оценок 2017 г. говорил об уверенности предприятий в возможности роста продаж.

Производственные планы предприятий в 2018 г. стали менее оптимистичными. Среднегодовой баланс этих ожиданий снизился на 2 пункта после роста на 5 пунктов в 2017 г. Баланс оценок достигнутых объемов спроса в 2018 г. остался на уровне предыдущего года.

Торможение выхода в 2018 г. из стагнации 2012–2016 гг. сказалось и на других прогнозах (планах) российских промышленных предприятий.

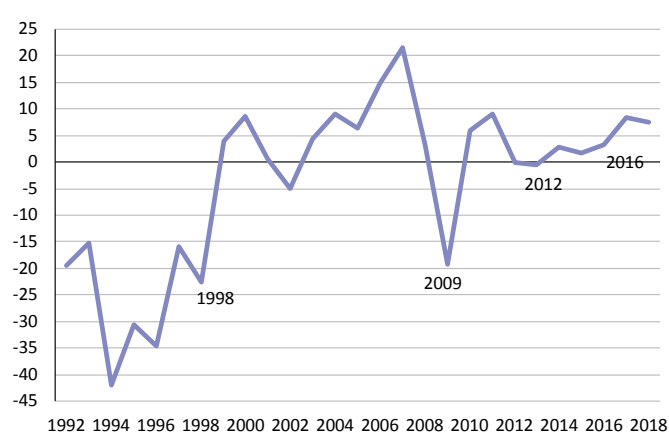


Рис. 1. Индекс промышленного оптимизма ИЭП, 1992–2018 гг., процентные пункты

1 Индекс строится как среднее арифметическое балансов (разностей ответов) четырех вопросов ежемесячной конъюнктурной анкеты ИЭП: а) фактическое изменение спроса, баланс = % роста - % снижения; б) оценка спроса, разность оценок = % выше нормы + % норма - % ниже нормы; в) оценка запасов готовой продукции, баланс = % выше нормы - % ниже нормы, противоположный знак; г) планы изменения выпуска, баланс = % роста - % снижения. Индекс может изменяться от -100 до +100 пунктов.

### 3. Российская промышленность в 2018 году: стагнация, но не кризис

Индекс прогнозов промышленно-сти<sup>1</sup> показал снижение оптимистических ожиданий промышленности на 3 пункта после локального максимума 2017 г., когда показатель смог вырасти на 5 пунктов (рис. 2). В период 2012–2016 гг. Индекс прогнозов промышленности демонстрировал стабильность, находясь в интервале +3,6...+5,3 пункта. Этот факт еще раз подтверждает тезис о стагнации в российской промышленности после выхода из кризиса 2008–2009 гг.: постепенной утрате оптимизма в 2011 г. и о переходе в стагнационную стадию в 2012 г.

Снижение оптимизма в 2018 г. коснулось всех прогнозов предприятий, используемых при расчете сводного Индекса прогнозов. Самые большие потери понесли прогнозы продаж, снизившиеся за год на 5 пунктов. В 2017 г. баланс прогнозов выпуска вырос на 4 пункта, но в завершившемся году опять снизился.

В 2017 г. промышленность впервые с начала стагнации сформировала положительные планы изменения численности работников, в 2018 г. сохранила их, но – менее оптимистичные.

Явное торможение в 2018 г. выхода из стагнации после успеха 2017 г. сказалось на оценке предприятиями возникшей ситуации. Индекс адаптации (нормальности) российской промышленности впервые с 2013 г. показал снижение по среднегодовым данным (рис. 3). Этот Индекс строится с использованием оценочных вопросов конъюнктурной анкеты, которые предлагают предприятиям оценить основные показатели своей деятельности по шкале «выше нормы», «нормально», «ниже нормы». Средняя доля ответов «нормально» показывает насколько приемлемым считают предприятия свое состояние, т.е. насколько они адаптировались к текущим экономическим условиям. При расчете Индекса нормальности используются оценки предприятиями спроса, запасов готовой продукции, сырья и материалов, количества работников, производственных мощностей и финансово-экономического положения.

Расчет Индекса адаптации для 2015–2016 гг. показал отсутствие кризисных событий в этот период в российской промышленности, по край-

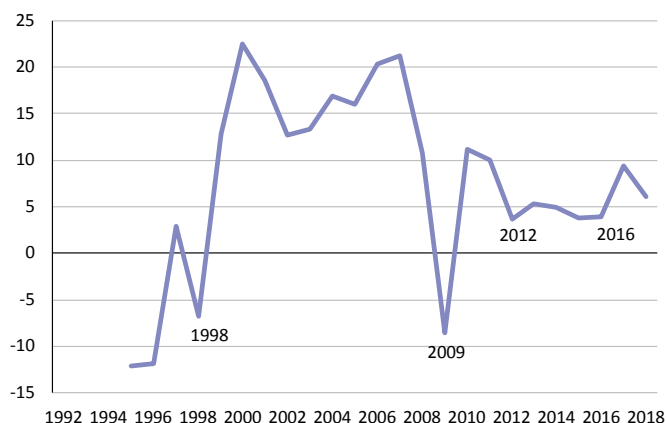


Рис. 2. Индекс прогнозов промышленности, 1992–2018 гг., процентные пункты

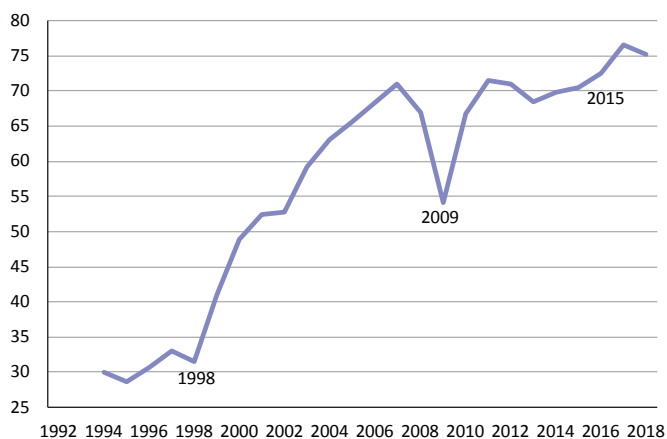


Рис. 3. Индекс адаптации (нормальности) российской промышленности, 1994–2018 гг., %

1 Индекс прогнозов строится как среднее арифметическое балансов трех вопросов конъюнктурной анкеты: прогнозы изменения спроса, планы изменения выпуска и ожидаемых изменений занятости. Индекс может изменяться от -100 до +100 пунктов.

ней мере, с точки зрения самих предприятий. Более того, состояние отрасли в официально кризисном 2015 г. предприятия оценили более положительно, чем в предыдущем 2014 г. Индекс вырос на 1 пункт и достиг на тот момент исторического максимума, регистрировавшегося ранее только в 2007 и 2011 гг. В следующем году показатель вырос еще на 1 пункт. Первый год выхода из стагнации 2012–2016 гг. обеспечил существенный рост Индекса нормальности. Показатель достиг уже 77% и оказался абсолютным рекордом всего периода его расчетов 1994–2018 гг.

Но торможение позитивных процессов в 2018 г. привело к снижению Индекса нормальности. Правда, «нормальные» оценки запасов готовой продукции по итогам 2018 г. достигли абсолютного рекорда за все 27 лет опросов ИЭП.

«Нормальная» обеспеченность российской промышленности мощностями снизилась в 2018 г. на 5 пунктов как за счет роста доли ответов «более чем достаточно», так и за счет роста оценок «менее чем достаточно». Аналогичная ситуация сложилась и с оценками наличной рабочей силы. Оценки финансово-экономического положения предприятий ухудшились в 2018 г. на 2 пункта, хотя по степени удовлетворенности предприятий данный показатель по-прежнему лидирует в российской промышленности. Иными словами, больше всего предприятий удовлетворено (оценивает как «хорошее» или «удовлетворительное») своим финансово-экономическим положением (88% – в 2018 г., 90% – в 2017 г.). Удовлетворенность другими показателями в российской промышленности с 2003 г. всегда была ниже. ●



## 4. БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА: КЛЮЧЕВЫЕ ТРЕНДЫ

**М.Хромов**

*В 2018 г. увеличилось количество банков, у которых была отозвана лицензия на осуществление банковской деятельности. Совокупный размер активов этих банков, как и их средняя величина значительно уменьшились. При этом механизм финансового оздоровления в 2018 г. был применен лишь однажды.*

На 1 января 2019 г. в российской банковской системе действовало 484 кредитных организации. Годом ранее их число составляло 542. Шесть лет назад, в начале 2013 г. число действующих кредитных организаций превышало тысячу (1094).

Наиболее значимым фактором сокращения числа действующих банков стала политика ЦБ РФ последних пяти лет по активной расчистке банковского сектора. За это время Банком России было отозвано более 400 лицензий на осуществление банковских операций. С конца 2014 г. эта политика по выводу с рынка кредитных организаций, не удовлетворяющих требованиям регулятора, совпала с ухудшением ситуации в российской экономике и введением международных санкций против крупнейших российских банков.

Соответственно, уже с 2014 г. увеличилась интенсивность отзывает лицензий у кредитных организаций. Если в 2013 г. в среднем за месяц банковских лицензий лишалось 4–5 банков, то в 2014 г. интенсивность отзывает лицензий выросла до 7 кредитных организаций в месяц, а в период пика кризисных явлений в российской экономике и финансовой системе в 2015–2016 гг. в среднем за месяц 8 структур лишалось права продолжать банковскую деятельность. В 2016 г. был поставлен рекорд: количество отозванных за год лицензий достигло 97. Кроме того, в 2016 г. был достигнут максимум по суммарному размеру активов тех банков, у которых была отозвана лицензия: 1,7 трлн руб., или 2% от общего объема активов банковского сектора.

При этом в основном регулятор выводил с рынка мелкие банки. Так, даже в пиковые по количеству отзывает лицензий годы (2015–2016 гг.) средний размер активов банка в момент отзыва лицензии не превышал 19 млрд руб.

В 2017 г. регулятор прекратил деятельность всего лишь 51 кредитной организации – почти в два раза меньше, чем в предшествующем году. Средний размер банка с отозванной лицензией в 2017 г. почти не изменился (17,9 млрд руб.). Соответственно, общий объем активов банков, лишившихся в 2017 г. права продолжать свою деятельность, сократился до 773 млрд руб., или 0,9% от общего объема активов банковского сектора.

Уменьшение числа отзывает лицензий в 2017 г., вероятно, было связано и с другими обстоятельствами – главным образом с нагрузкой на систему страхования вкладов. Уже с середины 2015 г. выплаты вкладчикам

## Мониторинг экономической ситуации в России

банков, лишившихся лицензий, финансировались преимущественно за счет кредитной линии Банка России, предоставленной Агентству по страхованию вкладов.

В 2018 г. Банк России немного увеличил интенсивность отзыва банковских лицензий. На 24 декабря 2018 г. было отозвано уже 60 банковских лицензий. При этом средний размер банка, лишённого в 2018 г. права осуществлять банковскую деятельность, снизился до 9,5 млрд руб. А общий объем активов таких банков составил 562 млрд руб., или 0,65% от общего объема активов банковского сектора.

Процедуры финансового оздоровления в 2018 г. практически не осуществлялись. После начала санации ряда крупных частных банков в 2017 г. (ФК «Открытие», Бинбанк, Промсвязьбанк) регулятор взял паузу, и в 2018 г. этот механизм был применен лишь однажды – к Азиатско-Тихоокеанскому банку. ●

## 5. РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК: РИСКИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

А.Абрамов, А.Лаврищева

В 2018 г. российский фондовый рынок оказался более доходным и стабильным, чем многие другие развивающиеся рынки. Однако на среднесрочных временных горизонтах он продолжает проигрывать конкурентам с точки зрения доходности и индикаторов риска инвестирования. Проблемы усиливаются из-за оттока средств нерезидентов.

В 2018 г. российский рынок акций был одним из самых волатильных в мире. В отличие от 2017 г., когда данный рынок был аутсайдером по доходности среди 36 анализируемых фондовых рынков, в 2018 г. он оказался одним из лидеров. За год рублевый индекс МосБиржи (индекс ММВБ) вырос на 12,3%, а индекс РТС снизился на 7,4%. В 2018 г. индекс МосБиржи оказался среди фондовых индексов Бразилии, Индии и Аргентины, которым по итогам года удалось удержаться в зоне положительной доходности (рис. 1). Разница в динамике двух российских индексов с одинаковым портфелем эмитентов заключается в том, что при ослаблении курса доллара в рублях валютный индекс РТС показывает более высокую доходность, чем рублевый индекс МосБиржи.

Процесс восстановления рынков акций стран БРИКС после кризиса 2008 г. идет медленно (рис. 2 и табл. 1). Для сопоставимости результатов в качестве индикаторов использованы страновые индексы акций MSCI, рассчитываемые в долларовом выражении. Оценка изменения

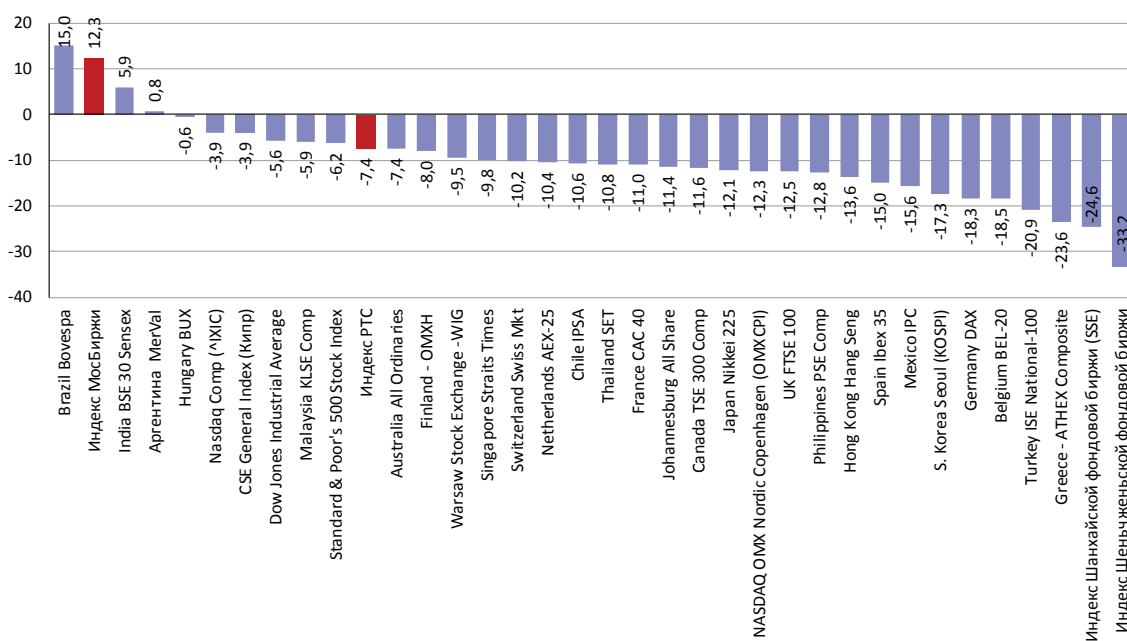


Рис. 1. Доходность 36 мировых фондовых индексов на крупнейших биржах в 2018 г., % годовых

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Factiva и The Wall Street Journal.

## Мониторинг экономической ситуации в России

российского рынка акций производилась по валютному индексу РТС, включая аналогичный индекс, учитывающий дивидендную доходность входящих в него выпусков акций российских эмитентов.

После кризиса 2008 г. из 5 стран – членов БРИКС по состоянию на декабрь 2018 г. так и не восстановились валютные индексы акций России и Бразилии. За 127 дней, прошедших с мая 2008 г., когда индексы всех стран БРИКС достигли предкризисных максимумов, индекс РТС восстановился лишь до 43,4%, а индекс MSCI Бразилия – до 40,2%. Более высокий уровень восстановления показал индекс РТС. Это косвенным образом показывает, что из всех стран БРИКС именно в России и Бразилии, экономика которых зависит от экспортных цен на топливно-энергетические ресурсы, структурные проблемы в наибольшей степени очевидны.

Индексы акций MSCI Индии, ЮАР и Китая в долларах восстановились до предкризисного уровня соответственно за 22, 28 и 82 месяца после мая 2008 г. Однако и эти рынки после восстановления не демонстрировали устойчивого роста: в декабре 2018 г. индексы MSCI Индии, Китая и ЮАР составили соответственно лишь 112,7, 87,2 и 98,6% от их значения в мае 2008 г.

Таблица 1

ВОССТАНОВЛЕНИЕ ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ СТРАН БРИКС ПОСЛЕ КРИЗИСА 2008 Г., В ДОЛЛ.

Индексы	Период восстановления индекса с мая 2008 г., месяцев	Завершение восстановления	Текущее значение индекса, % (май 2008 г. = 100%)
РТС	127	Нет	43,4
РТС – полная доходность	127	Нет	64,9
MSCI Бразилия	127	Нет	40,2
MSCI ЮАР	28	Да	87,2
MSCI Индия	22	Да	112,7
MSCI Китай	82	Да	98,6

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи и Bloomberg.

Как показано на рис. 3, за 11-летний период с января 2008 г. по декабрь 2018 г. из 30 мировых индексов акций по критерию риска, измеренного в виде среднегодового стандартного отклонения, российский РТС со значением 35,4% уступил лишь индексам Аргентины, Бразилии, Турции и Греции. По показателю среднегеометрической доходности вложений в размере -7,0% годовых за тот же период индекс РТС оказался лучше индексов только пяти стран – Греции, Испании, Италии, Турции и Вьетнама. Таким образом, индекс РТС продемонстрировал один из самых высоких показателей риска и одну из самых низких доходностей в мире, что существенно ограничивало его привлекательность в глазах инвесторов.

Позитивной тенденцией российского рынка является ускоренный рост дивидендной доходности акций. По данным Bloomberg, в 2018 г. по критерию дивидендной доходности российский рынок вошел в тройку мировых лидеров. Начиная с января 2010 г. по сентябрь 2018 г. дивидендная доходность индекса РТС выросла с 1,6 до 5,4%, что позволило российскому индексу по данному критерию опередить показатели индексов Аргентины, Бразилии, Индии, Китая, Турции, ЮАР, а также фондовые индексы США (рис. 4). По темпам роста дивидендной доходности за рассматриваемый период индекс РТС был самым динамичным в

## 5. Российский финансовый рынок: риски инвестирования

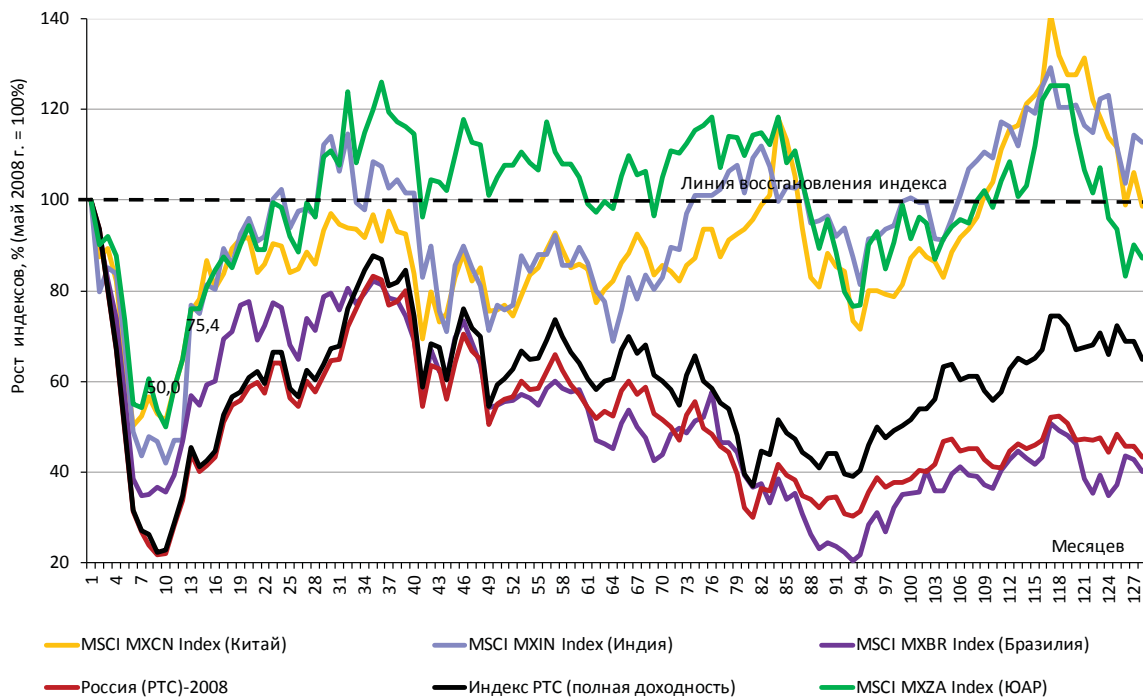


Рис. 2. Глубина и продолжительность влияния финансового кризиса 2008 г. на фондовые индексы стран БРИКС в долл. по состоянию на декабрь 2018 г. (пик в мае 2008 г. = 100%)

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи и Bloomberg.

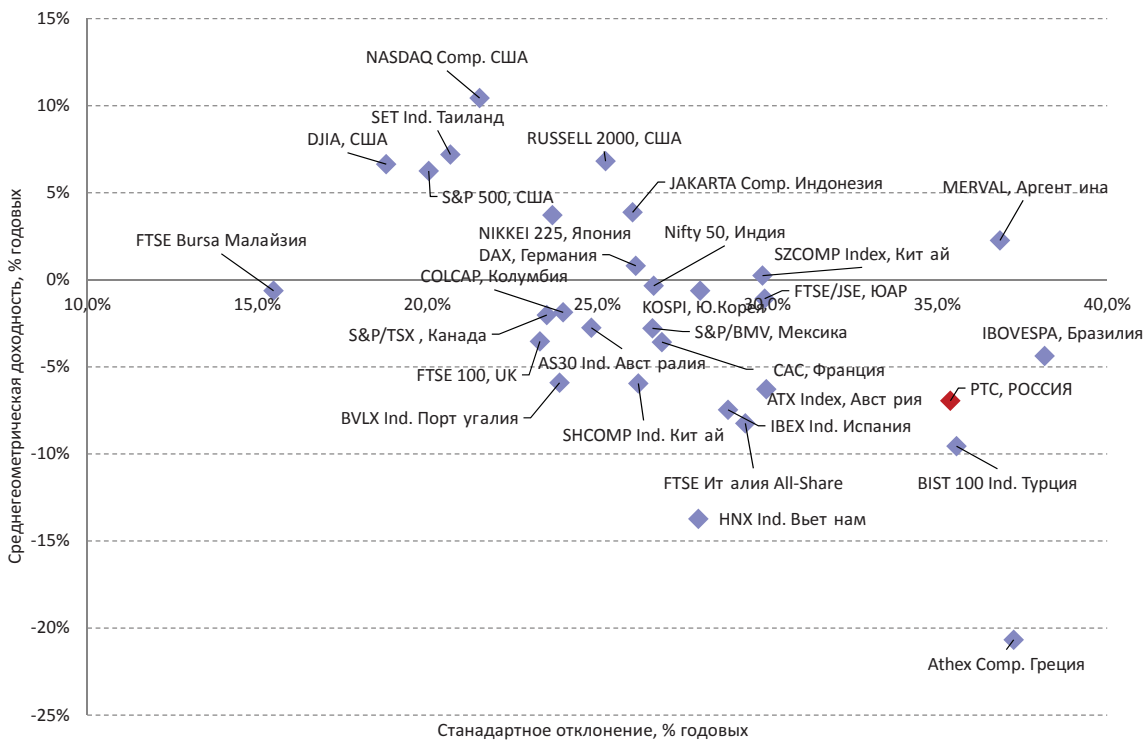


Рис. 3. Параметры среднегодовых доходностей и риска 30 фондовых индексов разных стран за период с января 2008 г. по сентябрь 2018 г. в долл., % годовых

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи и Bloomberg.

## Мониторинг экономической ситуации в России

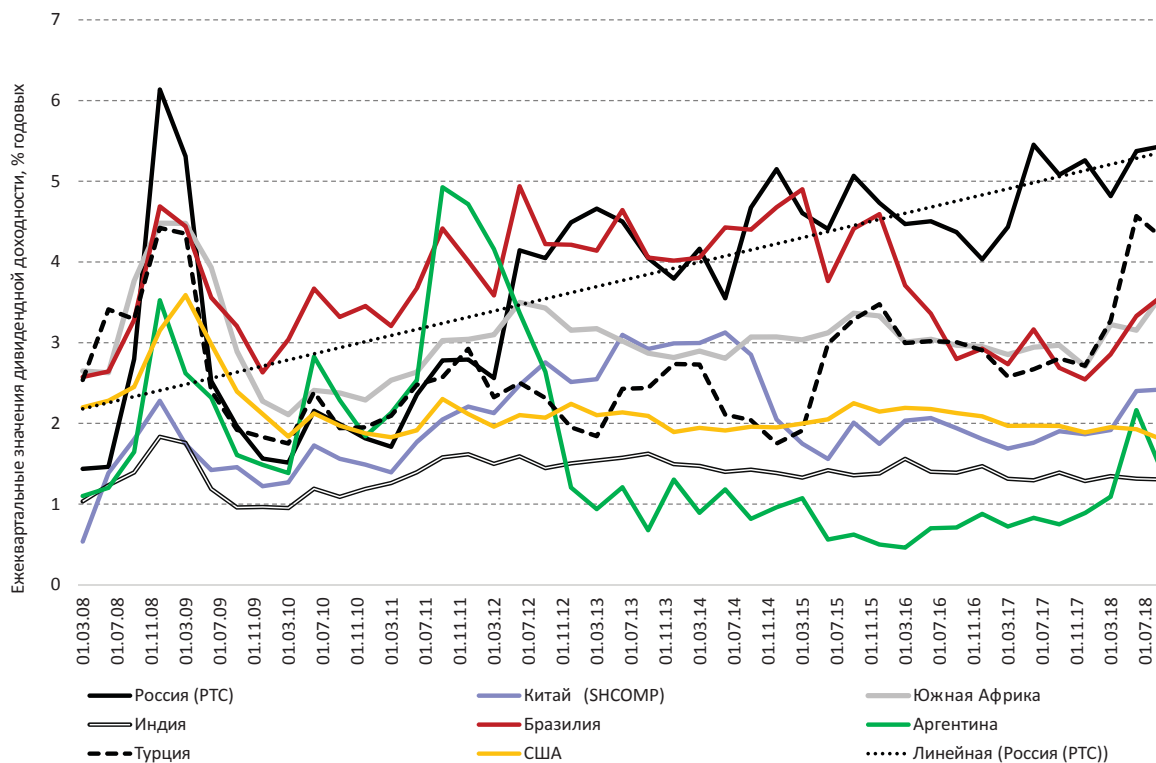


Рис. 4. Значение дивидендной доходности (dividend yield) за период с 1.03.2008 г. по 30.09.2018 г. по фондовым индексам 7 крупнейших развивающихся рынков и США, % годовых

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Московской биржи и Bloomberg.

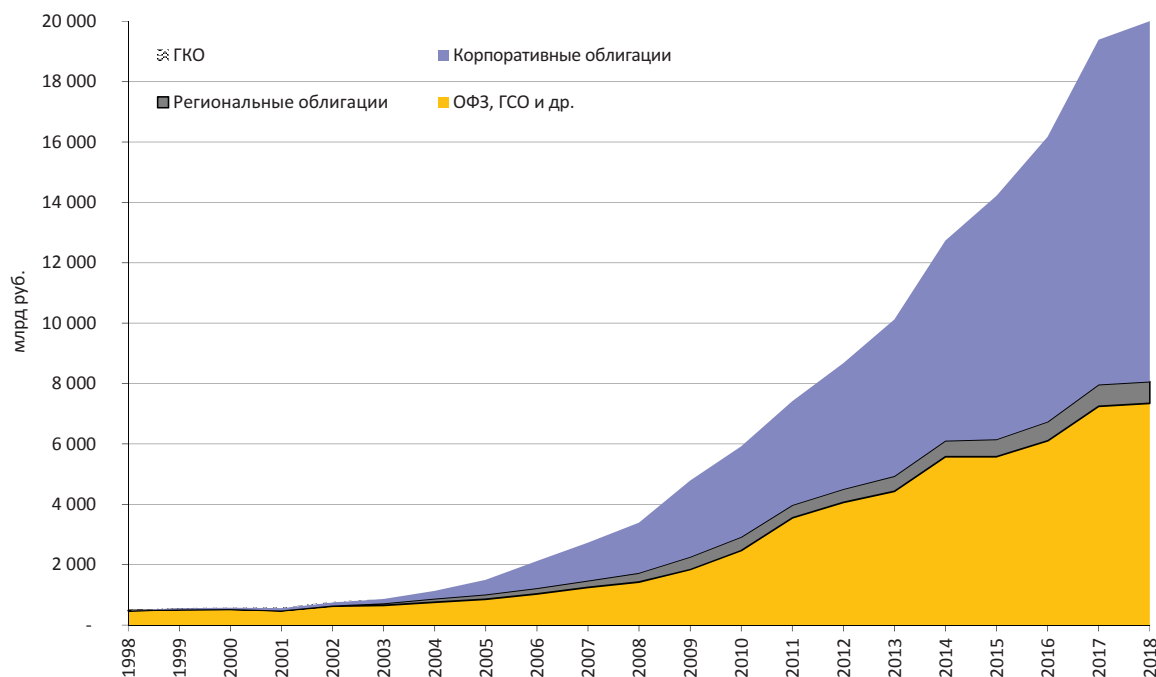


Рис. 5. Объемы рублевых облигаций в обращении, с 1998 г. по 2018 г., млрд руб.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Минфина России и Cbonds.ru

## 5. Российский финансовый рынок: риски инвестирования

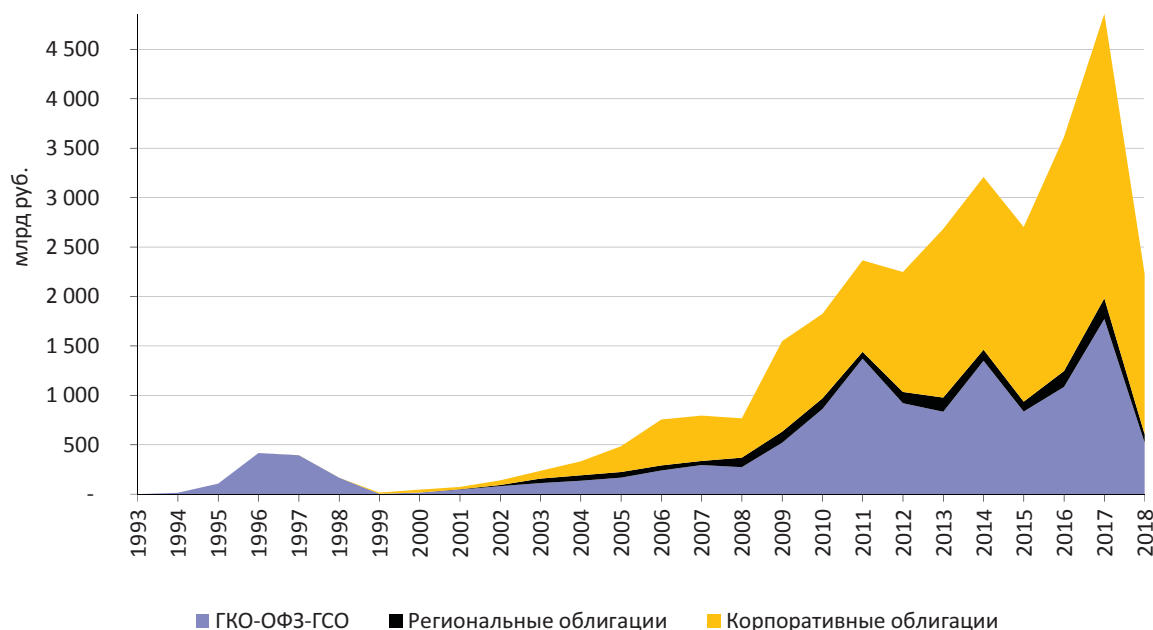


Рис. 6. Объемы размещений рублевых облигаций в 1993–2018 гг.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Минфина России и Московской биржи.

мире. Это отражало, с одной стороны, стремление публичных компаний поддерживать капитализацию на фоне более низких, чем до кризиса 2008 г., цен на нефть и стагнацию экономического роста, а с другой стороны, – наличие у них значительных свободных денежных ресурсов, не используемых для финансирования инвестиционных проектов.

В 2018 г. стоимость облигационных займов в России продолжала расти, достигнув 20,0 трлн руб., что на 3,2% больше по сравнению с 2017 г. (рис. 5). По сравнению с 2017 г., когда объем внутреннего облигационного рынка вырос почти на 20%, в прошедшем году рост рынка долга существенно замедлился. Стоимость корпоративных облигаций, включая нерыночные выпуски, за год увеличилась с 11,4 трлн руб. до 11,9 трлн руб., или на 4,5%; стоимость федеральных облигаций (ОФЗ, ГСО и др.) – с 7,2 трлн руб. до 7,3 трлн руб., или на 0,5%. Объем региональных облигаций в обращении в 2018 г. практически не изменился по сравнению с прошлым годом, сохраняясь на уровне 0,7 трлн руб. Несмотря на высокую потребность в денежных средствах для финансирования бюджетных расходов, в 2018 г. Минфин России проводил умеренную политику по наращиванию внутреннего государственного долга, что в значительной мере было связано с недостаточным спросом на федеральные облигации на внутреннем рынке по причине оттока средств нерезидентов<sup>1</sup> из-за опасения новых санкций.

В 2018 г. из-за санкций и неопределенности внутренней экономической политики произошло заметное сокращение объема размещения корпоративных облигаций (рис. 6): с 2,9 трлн руб. в 2017 г. до 1,6 трлн руб. в 2018 г., или на 43,7%. Объем эмиссии федеральных облигаций уменьшился с 1,8 трлн руб. в 2017 г. до 0,5 трлн руб. в 2018 г., или на 70,6%.

<sup>1</sup> Согласно данным Банка России, доля нерезидентов в структуре владельцев ОФЗ сократилась с 33,1% в декабре 2017 г. до 24,4% в октябре 2018 г.

## Мониторинг экономической ситуации в России

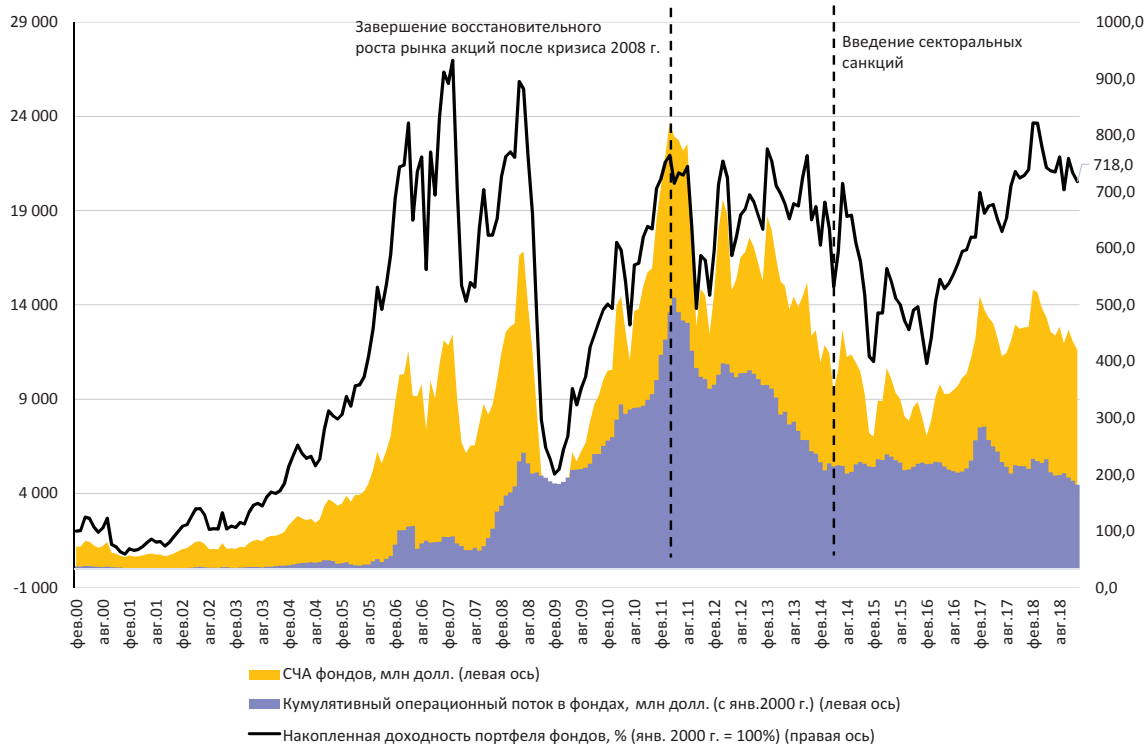


Рис. 7. Денежный поток средств инвесторов, стоимость чистых активов (млн долл.) и доходность накопительным итогом (%) иностранных инвестиционных фондов, специализирующихся на вложениях в акции российских компаний за период с февраля 2000 г. по ноябрь 2018 г.

Источник: расчеты Института Гайдара по данным ресурса Emerging Portfolio Fund Research (EPFR Global).

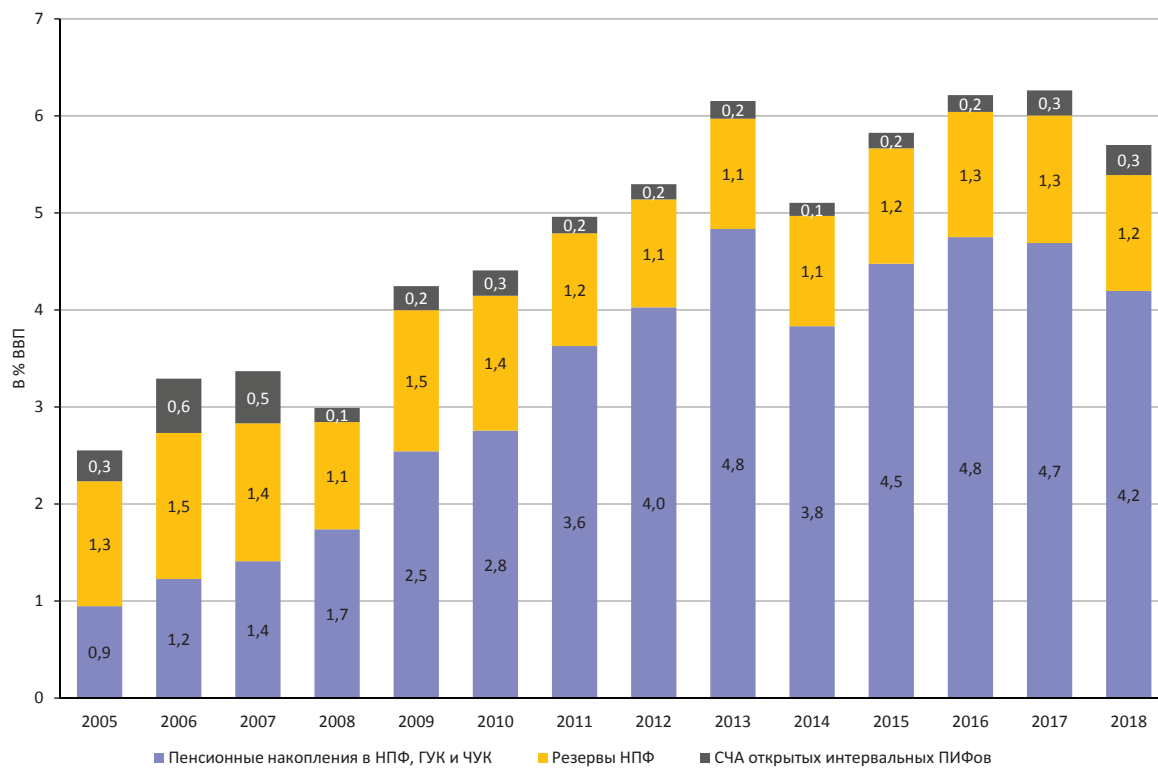


Рис. 8. Размер пенсионных накоплений, резервов и стоимости чистых активов открытых и интервальных ПИФов в 2005–2018 гг., % ВВП

Источник: расчеты Института Гайдара по данным Росстата, Банка России, Investfunds.ru и ПФР.



## 5. Российский финансовый рынок: риски инвестирования

За тот же период объем выпусков региональных облигаций сократился с 210,9 млрд руб. до 84,6 млрд руб., или на 59,9%.

Проблемы умеренного роста российского фондового рынка во многом обусловлены ограничениями спроса со стороны инвесторов. В 2018 г. под влиянием повышения процентной ставки ФРС США и отчасти расширения режима санкций в отношении доступа российских компаний к глобальным фондовым рынкам продолжился отток средств фондов, инвестирующих в Россию (Russia-EMEA-Equity), из акций российских компаний (*рис. 7*). Если в 2016 г. чистый приток инвестиций фондов, специализирующихся на акциях российских компаний, составил 1,18 млрд долл., то в 2017 г. наблюдался отток средств инвесторов в сумме 2,20 млрд долл., которые продолжился в 2018 г., составив 0,85 млрд долл. за 11 месяцев.

Уменьшение спроса нерезидентов на финансовые инструменты российских эмитентов пока не удастся компенсировать за счет внутренних сбережений. Как показано на *рис. 8*, в 2018 г. наблюдалось дальнейшее замедление роста активов внутренних институциональных инвесторов в лице НПФ, управляющих компаний и паевых инвестиционных фондов. В качестве причин, на наш взгляд, можно назвать следующие: сохраняющаяся «заморозка» системы пенсионных накоплений, задержка с разработкой законодательства о дополнительном пенсионном обеспечении, недоверие населения к действующим механизмам коллективных инвестиций. В результате совокупная стоимость пенсионных накоплений, резервов и чистых активов открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов снизилась с 6,1% ВВП в 2013 г. до 5,7% в 2018 г.

С учетом действующих ограничений доступа крупнейших российских компаний к ресурсам на глобальных финансовых рынках инвестиционный потенциал внутреннего фондового рынка во многом будет зависеть от прогресса в области эффективности деятельности финансовых организаций, аккумулирующих сбережения граждан и нефинансовых компаний. ●

## АВТОРЫ ЭТОГО НОМЕРА

**Абрамов А.**, заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС

**Божечкова А.**, заведующая лабораторией денежно-кредитной политики Института Гайдара, старший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС

**Жемкова А.**, научный сотрудник лаборатории системного анализа отраслевых рынков ИОРИ РАНХиГС

**Каукин А.**, заведующий лабораторией отраслевых рынков и инфраструктуры Института Гайдара, заведующий лабораторией системного анализа отраслевых рынков ИОРИ РАНХиГС

**Кнобель А.**, заведующий лабораторией международной торговли Института Гайдара, заведующий лабораторией исследований международной торговли ИПЭИ РАНХиГС

**Лаврищева А.**, аспирант РАНХиГС

**Миллер Е.**, старший научный сотрудник лаборатории системного анализа отраслевых рынков ИОРИ РАНХиГС

**Трунин П.**, руководитель научного направления «Макроэкономика и финансы» Института Гайдара, директор Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС

**Хромов М.**, заведующий лабораторией финансовых исследований Института Гайдара, старший научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ РАНХиГС

**Цухло С.**, заведующий лабораторией конъюнктурных опросов Института Гайдара