

ISSN 2306-5001

Журнал входит в перечень анализируемых научных изданий ВАК

# ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ РОССИИ

**Том 28. № 5.  
Май 2021 г.**

Издается с 1993 года

## ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР

**Алексей Ведев** — д-р экон. наук, директор Центра структурных исследований РАНХиГС при Президенте РФ

## ЗАМЕСТИТЕЛЬ ГЛАВНОГО РЕДАКТОРА

**Вячеслав Моргунов** — д-р экон. наук, ведущий научный сотрудник РАНХиГС при Президенте РФ

## РЕДАКЦИОННАЯ КОЛЛЕГИЯ

**Владимир Глинский** — д-р экон. наук, профессор кафедры статистики Новосибирского государственного университета экономики и управления «НИНХ»

**Сергей Дробышевский** — д-р экон. наук, директор по научной работе Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара

**Анна Золотарева** — канд. юрид. наук, руководитель Научного направления «Правовые исследования» Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара

**Павел Кадочников** — канд. экон. наук, ведущий научный сотрудник Научного направления «Реальный сектор» Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара

**Александр Погорлецкий** — д-р экон. наук, профессор кафедры мировой экономики экономического факультета Санкт-Петербургского государственного университета

**Александр Радыгин** — д-р экон. наук, профессор, председатель Ученого совета, руководитель Научного направления «Институциональное развитие, собственность и корпоративное управление» Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара

**Сергей Синельников-Мурyleв** — д-р экон. наук, профессор, научный руководитель Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара

**Ирина Стародубровская** — канд. экон. наук, руководитель Научного направления «Политическая экономия и региональное развитие» Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара

© «Экономическое развитие России», 2021

Воспроизведение материалов в любой форме допускается только с письменного разрешения редакции

ISSN 2306-5001

The journal is in the list of peer-reviewed scientific periodicals recommended by the Higher Attestation Commission

# RUSSIAN ECONOMIC DEVELOPMENT

**Volume 28. No. 5.  
May 2021**

From 1993

## EDITOR-in-CHIEF

**Aleksey Vedev** — Doctor of Economic Sciences, Head of the Center for Structural Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration

## DEPUTY EDITOR-in-CHIEF

**Vyacheslav Morgunov** — Doctor of Economic Sciences, Leading Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration

## EDITORIAL BOARD

**Vladimir Glinskiy** — Doctor of Economic Sciences, Professor of the Chair of Statistics, Novosibirsk State University of Economics and Management (NSUEM-NINH)

**Sergey Drobyshevsky** — Doctor of Economic Sciences, Scientific Director of the Gaidar Institute for Economic Policy

**Anna Zolotareva** — Candidate of Legal Sciences, Head of the Center for Legal Sciences, Gaidar Institute for Economic Policy

**Pavel Kadochnikov** — Candidate of Economic Sciences, Leading Researcher of the Center for Real Sector, Gaidar Institute for Economic Policy

**Alexander Pogorletskiy** — Doctor of Economic Sciences, Professor of the Chair of World Economy, Department of Economics, St. Petersburg State University

**Alexander Radygin** — Doctor of Economic Sciences, Professor, Chairman of the Scientific Council, Head of the Center for Institutional Development, Ownership and Corporate Governance, Gaidar Institute for Economic Policy

**Sergey Sinelnikov-Murylev** — Doctor of Economic Sciences, Professor, Academic Director of the Gaidar Institute for Economic Policy

**Irina Starodubrovskaya** — Candidate of Economic Sciences, Head of the Center for Political Economy and Regional Development, Gaidar Institute for Economic Policy

© Russian Economic Development, 2021

Any reproduction, in whatever form and by whatever media, is expressly prohibited without the prior written consent of the journal

---

# Содержание

## МАКРОЭКОНОМИКА

<b>Платежный баланс в первом квартале 2021 г.</b> Божечкова А. В., Трунин П. В. ....	4
---	---

<b>Ситуация на мировом рынке нефти в первом квартале 2021 г.</b> Каукин А. С., Миллер Е. М. ....	9
---	---

<b>Опыт и уроки публичных размещений акций на фондовых рынках США, Китая и России.</b> Абрамов А. Е., Косырев А. Г., Радыгин А. Д., Чернова М. И. ....	14
---	----

## ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

<b>Российская промышленность в апреле 2021 г.: признаки завершения кризиса.</b> Цухло С. В. ....	21
--	----

<b>Хозяйственное обозрение (февраль-май 2021 г.).</b> Аукуционек С. П., Егоров А. С., Баширова И. А., Сержантова Т. В. ....	24
--	----

## ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

<b>Финансовые результаты банковского сектора в первом квартале 2021 г.</b> Зубов С. А. ....	32
---	----

## ЦИФРОВАЯ ЭКОНОМИКА

<b>Цифровой рубль: риски и выгоды.</b> Синельникова-Мурылева Е. В. ....	36
--	----

## ИНФРАСТРУКТУРА

<b>Развитие инфраструктурных облигаций в России: требуется проработка нормативной базы и инструментов повышения привлекательности для инвесторов.</b> Плескачев Ю. А., Пономарев Ю. Ю., Ростислав К. В. ....	40
---	----

## ОБРАЗОВАНИЕ

<b>Заработная плата учителей: произошли ли изменения?</b> Клячко Т. Л., Семионова Е. А., Токарева Г. С. ....	52
---	----

## РЕГИОНЫ

<b>Региональные бюджеты в первом квартале 2021 г.: собственные доходы восстанавливаются.</b> Дерюгин А. Н. ....	67
---	----

---

# Contents

## MACROECONOMICS

### Balance of Payments in Q1 2021.

Bozhechkova A. V., Trunin P. V. .... 4

### World's Oil Market in Q1 2021.

Kaukin A. S., Miller E. M. .... 9

### Experiences and Lessons of Public Offerings on the Stock Markets of the USA, China and Russia.

Abramov A. E., Kosyrev A. G. Radygin A. D., Chernova M. I. .... 14

## INDUSTRY

### Russian Industrial Sector in April 2021:

Indications of Crisis Resolution. Tsukhlo S. V. .... 21

### Survey of Current Business (February–May 2021).

Aukutsionek S. P., Yegorov A. S., Bachirova I. A., Serzhantova T. V. .... 24

## FINANCIAL SECTOR

### Financial Results of the Banking Sector in Q1 2021.

Zubov S. A. .... 32

## DIGITAL ECONOMY

### Digital Ruble: Risks and Benefits.

Sinelnikova-Muryleva E. V. .... 36

## INFRASTRUCTURE

### Development of Infrastructure Bonds in Russia: Development of the Regulatory Framework and Instruments to Raise the Attractiveness for Investors is Required.

Pleskachyev Yu. A., Ponomarev Yu. Yu., Rostislav K. V. .... 40

## EDUCATION

### Teachers' Salaries: Are There Changes?

Klyachko T. L., Semionova E. A., Tokareva G. S. .... 52

## REGIONS

### Regional Budgets in Q1 2021: Own Revenues Are Recovering.

Deryugin A. N. .... 67

# Макроэкономика

## ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС В ПЕРВОМ КВАРТАЛЕ 2021 г.

**А. В. БОЖЕЧКОВА**

**П. В. ТРУНИН**

В первом квартале 2021 г. положительное сальдо торгового баланса России уменьшилось по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года почти на треть за счет роста стоимостных объемов импорта. Нетто-отток капитала частного сектора в годовом выражении снизился — он был вызван преимущественно увеличением иностранных активов банков и прочих секторов экономики в ситуации усиления геополитических рисков, а также быстрого восстановления экономики США.

Банк России приступил к покупке иностранной валюты в рамках бюджетного правила, что обусловило рост резервных активов в первом квартале 2021 г. По итогам этого периода, несмотря на сравнительно высокие цены на нефть и улучшение ситуации в мировой экономике, курс рубля к доллару снизился на 2,5%, что, по всей видимости, стало следствием усиления геополитических рисков.

**Ключевые слова:** платежный баланс, экспорт, импорт, счет текущих операций, курс рубля, отток/приток капитала, Банк России.

**JEL:** E58, E44, F32, F21, F31.

Согласно опубликованной Банком России предварительной оценке платежного баланса сальдо счета текущих операций в первом квартале 2021 г. составило 16,8 млрд долл., что на 27% меньше, чем годом ранее (23,0 млрд долл.).

Торговый товарный баланс равнялся 24,4 млрд долл. — это на 26,3% меньше (в абсолютном выражении — на 8,7 млрд долл.) значения первого квартала 2020 г. (33,1 млрд долл.). (См. рис. 1.) Определяющую роль в этом снижении сыграл рост стоимостных объемов импорта товаров с 56,2 млрд долл. в первом квартале 2020 г. до 63,1 млрд долл. в первом квартале текущего года (на 12,3%).

Такая динамика импорта нетипична для ситуации падения российского ВВП, сокращения реальных располагаемых доходов населения и снижения реального обменного курса рубля: согласно данным Банка России сни-

жение индекса реального курса рубля к доллару в первом квартале текущего года относительно того же периода предыдущего достигло 8%<sup>1</sup>. Объяснением этого обстоятельства может служить в первую очередь замещение импорта услуг импортом товаров в результате уменьшения расходов на поездки и транспортные услуги: спрос на эти виды услуг был перенаправлен на увеличение закупок фармацевтической продукции и товаров инвестиционного назначения (машины и оборудование, транспортные средства, электроника).

Одновременно с ростом импорта наблюдалось некоторое уменьшение стоимостных объемов экспорта — с 89,3 млрд долл. в первом квартале 2020 г. до 87,5 млрд долл. в первом квартале 2021 г. (на 1,8%). (См. таблицу.) Такая стабилизация экспортных поставок, несмотря на снижение цен на углеводороды (кроме природного газа) и сокращение физи-

*Божечкова Александра Викторовна*, заведующий лабораторией денежно-кредитной политики Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара; старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук (Москва), e-mail: bojeshkova@ier.ru; *Трунин Павел Вячеславович*, руководитель Научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара; директор Центра изучения проблем центральных банков РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, д-р экон. наук (Москва), e-mail: pt@ier.ru

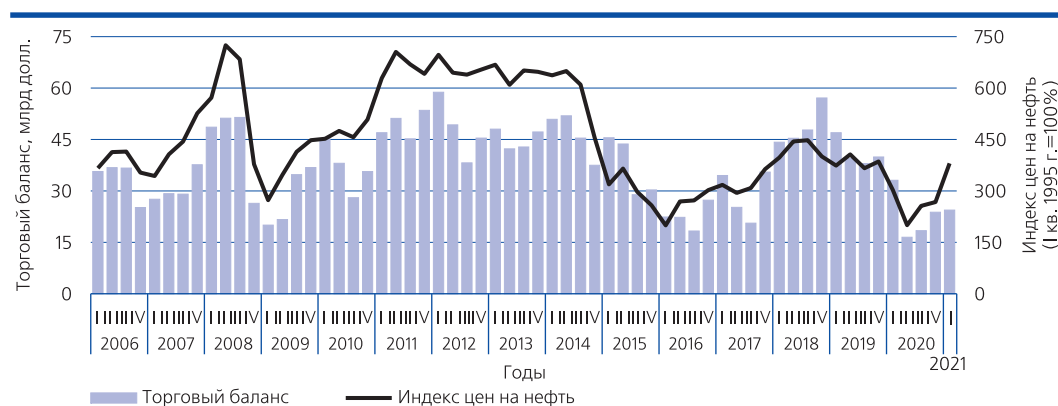
<sup>1</sup> О влиянии курсовой динамики на торговлю см. [2; 4].

ческих объемов экспорта нефти вследствие договоренностей ОПЕК+, была обусловлена повышением экспортных цен на черные металлы, пшеницу, растительное масло. В дальнейшем экспорт товаров, скорее всего, будет расти за счет увеличения цен на нефть [3].

Баланс торговли услугами по итогам первого квартала 2021 г. составил -2,6 млрд долл.,

что по абсолютному значению в 2,5 раза меньше показателя за аналогичный период предыдущего года (-6,6 млрд долл.). И экспорт, и импорт услуг упали за первые три месяца текущего года относительно аналогичного периода предыдущего, однако импорт сократился больше как в относительном, так и в абсолютном выражении: экспорт снизился на 18%

Рис. 1. Торговый баланс и динамика цен на нефть в 2006–2021 гг.



Источник: Банк России, МВФ.

### Изменение средних экспортных цен и физических объемов базовых товаров российского экспорта

	Доля товарной группы в стоимостном объеме российского экспорта в январе-феврале 2021 г., в %	Цена в январе-феврале 2021 г., долл./т	Цена в январе-феврале 2020 г., долл./т	Изменение средней экспортной цены, в %	Изменение физических объемов поставок, в %
Нефть сырая	22,5	376	443	-15	-18
Нефтепродукты	15,5	369	461	-20	3
Газ природный*	11,2	171	155	10	7
Черные металлы	6,0	493	422	17	17
Пшеница и меслин	3,3	248	215	15	106
Уголь каменный	2,9	60	67	-10	0
Удобрения минеральные	2,2	225	217	3	36
Алюминий	1,2	1532	1792	-14	88
Медь	1,2	7358	5836	26	-21
Масло растительное	1,1	1069	696	54	3
Лесоматериалы	1,0	268	243	10	-16
Газ природный сжиженный**	0,7	65	100	-35	-54

\* – Цена в долл. за тыс. куб. м.

\*\* – Цена в долл. за куб. м.

Источник: ФТС, расчеты авторов.

— с 13,5 до 11,1 млрд долл., а импорт — на 32% — с 20,1 до 13,7 млрд долл., главным образом из-за фактического прекращения поездок за рубеж. В дальнейшем можно ожидать ухудшения баланса торговли услугами как вследствие постепенного восстановления туристических поездок, так и за счет роста импорта транспортных и прочих услуг.

Баланс инвестиционных доходов улучшился в первом квартале 2021 г. по сравнению с первым кварталом 2020 г. на 1,0 млрд долл. (с -0,7 до +0,3 млрд долл.), а баланс оплаты труда ухудшился на 2,0 млрд долл. (с -1,7 до -3,7 млрд долл.).

Дефицит финансового счета за первые три месяца текущего года составил 15,6 млрд долл. (18,3 млрд долл. годом ранее). Неттоотток капитала за рассматриваемый период был вызван преимущественно ростом иностранных финансовых активов на 13,5 млрд долл. (за первый квартал 2020 г. иностранные финансовые активы выросли на лишь на 4,7 млрд долл.) и снижением иностранных финансовых обязательств (-2,0 млрд долл. за первый квартал 2021 г. против -13,6 млрд долл. годом ранее).

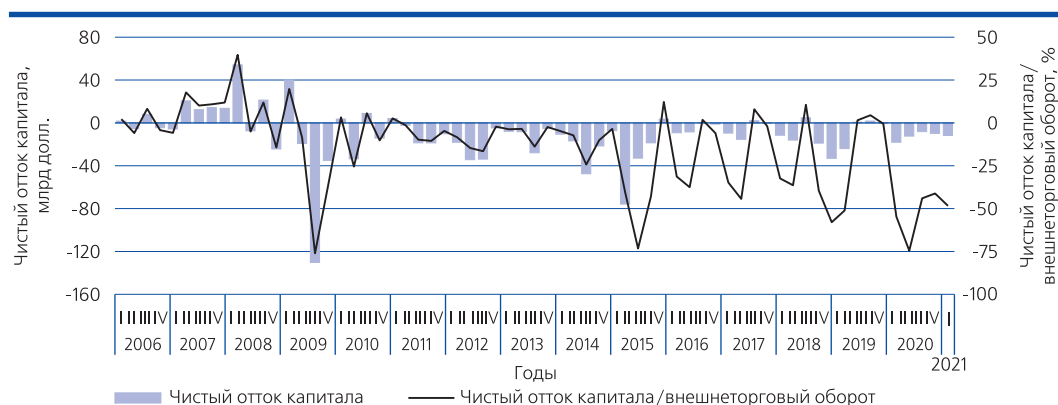
Увеличение иностранных активов произошло как за счет операций банковского сектора, так и за счет операций прочих секторов, со-

ставивших в январе-марте текущего года 6,5 и 6,9 млрд долл. соответственно (2,5 и 2,2 млрд долл. в первом квартале 2020 г.). Объем прямых инвестиций прочих секторов, направленных за рубеж, вырос на 6,4 млрд долл. (0,4 млрд долл.), размер исходящих портфельных инвестиций в 2021 г. составил 2,1 млрд долл. (2,3 млрд долл.), величина прочих активов увеличилась на 3,1 млрд долл. (5,9 млрд долл.).

Сокращение финансовых обязательств перед нерезидентами происходило в основном за счет операций государственного сектора. Так, за первый квартал 2021 г. иностранные обязательства органов государственного управления снизились на 3,2 млрд долл. (в первом квартале 2020 г. наблюдался их рост на 0,6 млрд долл.) вследствие сокращения вложений нерезидентов в ОФЗ. По данным на начало апреля 2021 г., доля нерезидентов на рынке ОФЗ уменьшилась до 20,2%, тогда как в начале года она составляла 23,3%, что было вызвано обострением санкционной риторики в отношении покупки нового госдолга РФ, нарастанием внутривалютных и геополитических рисков.

Уменьшение объема иностранных обязательств в первые три месяца текущего года наблюдалось и в банковском секторе (-0,9 млрд долл. против -6,8 млрд долл. годом ра-

Рис. 2. Чистый отток капитала частного сектора в 2006–2021 гг.



Источник: Банк России, расчеты авторов.

нее). Изменение иностранных обязательств прочих секторов в этот период в совокупности оказалось нулевым: входящие прямые иностранные инвестиции увеличились на 4,7 млрд долл. (-4,1 млрд долл. в первом квартале 2020 г.), иностранные обязательства по портфельным инвестициям сократились на 2,7 млрд долл. (-2,2 млрд долл.), тогда как обязательства по ссудам и займам перед нерезидентами снизились на 2,2 млрд долл. (+1,4 млрд долл.).

В результате чистый отток капитала частного сектора в первом квартале 2021 г. составил 11,8 млрд долл., что существенно меньше, чем в январе-марте 2020 г., когда данный показатель равнялся 18,1 млрд долл. (См. рис. 2.) При этом нетто-отток капитала банковского сектора в этот период оказался равен 7,4 млрд долл. (9,3 млрд долл. годом ранее). В небанковском секторе нетто-отток составил 4,5 млрд долл. против 8,8 млрд долл. в первом квартале 2020 г.

Превышение положительного сальдо счета текущих операций над оттоком капитала по финансовому счету было компенсировано ростом международных резервных активов в размере 3,7 млрд долл. (5,0 млрд долл. в

2019 г.). Накопление валютных резервов связано с покупкой иностранной валюты Банком России в рамках бюджетного правила, возобновившейся с 19 января 2021 г. В целом объем покупок иностранной валюты Минфином России на внутреннем валютном рынке за первый квартал 2021 г. составил около 3,6 млрд долл.

За первый квартал 2021 г. курс рубля к доллару снизился на 2,5% — до 75,7 руб./долл. Несмотря на восстановление цен на нефть, ослабление рубля было вызвано санкционной риторикой, включая запрет на покупку американскими финансовыми институтами нового государственного долга РФ, геополитической напряженностью, внутриполитическими рисками, ожиданиями в отношении ужесточения монетарной политики ФРС США. По итогам первого квартала 2021 г. фундаментально обоснованный курс рубля к доллару составил 71–72 руб./долл., что означает недооценку рубля на 5–6%<sup>2</sup>. В течение 2021 г. при сохранении существующих на данный момент тенденций в мировой и российской экономиках рубль может укрепиться до этого уровня, но только при деэскалации внешнеполитической напряженности. ■

### Литература

1. Божечкова А.В., Синельников-Мурылев С.Г., Трунин П.В. Факторы динамики обменного курса рубля в 2000-е и 2010-е годы // Вопросы экономики. 2020. № 8. С. 1–18.
2. Кнобель А.Ю. Оценка функции спроса на импорт в России // Прикладная эконометрика. 2011. № 4 (24). С. 3–26.
3. Кнобель А.Ю., Кузнецов Д.Е. Закономерности формирования российскими фирмами цен на экспортных рынках // Журнал новой экономической ассоциации. 2019. № 1 (41). С. 100–127.
4. Кнобель А., Фиранчук А. Россия в мировом экспорте в 2017 г. // Экономическое развитие России. 2018. Т. 25. № 9. С. 17–21.

### References

1. Bozhechkova A.V., Sinelnikov-Murylev S.G., Trunin P.V. Factors of the ruble exchange rate dynamics in the 2000-s and 2010-s // Voprosy Ekonomiki. 2020. No. 8. Pp. 1–18.
2. Knobel A.Yu. Estimates of the demand function on the imports in Russia // Applied Econometrics. 2011. No. 4 (24). Pp. 3–26.
3. Knobel A.Yu., Kuznetsov D.E. Common factors in pricing policy of the Russian firms in export markets // Journal of the New Economic Association. 2019. No. 1 (41). Pp. 100–127.
4. Knobel A.Yu., Firanchuk A.S. Russia in Global Exports in 2017 // Russian Economic Development. 2018. Vol. 25. No. 9. Pp. 17–21.

<sup>2</sup> Подробнее см. [1].

**Balance of Payments in Q1 2021**

**Alexandra V. Bozhechkova** – Head of Monetary Policy Department of the Gaidar Institute for Economic Policy; Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: bozhechkova@iep.ru

**Pavel V. Trunin** – Head of Center for Macroeconomics and Finance of the Gaidar Institute for Economic Policy; Director of Center for Central Banks Studies of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Doctor of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: pt@iep.ru

*In Q1 2021, Russia's trade surplus reduced by almost one third compared to Q1 2020 due to growth in the total value of imports. Net capital outflows from the private sector decreased compared to the same period last year. This was mainly due to the growth of foreign banking assets and other sectors of the economy amid strengthening geopolitical risks, as well as the rapid recovery of the US economy.*

*The Bank of Russia started buying foreign currency under the budget rule resulting in an increase in reserve assets in Q1 2021. At the end of Q1 2021, despite the relatively high oil prices and the improvement in the global economy, the ruble depreciated against the US dollar by 2.5%, which, most likely, resulted from tightening of geopolitical risks.*

**Key words:** balance of payments, export, import, current account transaction, ruble exchange rate, outflow/inflow of capital, Bank of Russia.

**JEL-codes:** E58, E44, F32, F21, F31.

## СИТУАЦИЯ НА МИРОВОМ РЫНКЕ НЕФТИ В ПЕРВОМ КВАРТАЛЕ 2021 г.

**А. С. КАУКИН**  
**Е. М. МИЛЛЕР**

*Одним из основных факторов сокращения предложения и, соответственно, роста цен на нефть в первом квартале 2021 г. стало добровольное решение Саудовской Аравии в рамках соглашения ОПЕК+ о дополнительном уменьшении своих объемов добычи на 1 млн барр./сут. Это привело к рекордному исполнению сделки в феврале 2021 г., которое составило 115%. Потенциальным фактором риска для динамики нефтяных цен является принятое на 15-й встрече ОПЕК+ решение о наращивании объемов добычи во втором квартале 2021 г. одновременно с быстрым ростом числа заражений коронавирусом в азиатских странах.*

**Ключевые слова:** нефть, мировой рынок нефти, нефтедобыча, цены на нефть, ОПЕК+, коронавирус, вакцинирование.

**JEL:** L71, E3, Q3.

### Соглашение ОПЕК+ в первом квартале 2021 г.

На встрече стран – участниц соглашения ОПЕК+, состоявшейся 3 декабря 2020 г.<sup>1</sup>, было принято решение о постепенном смягчении ограничений по добыче нефти. В частности, было решено увеличить совокупную добычу на 0,5 млн барр./сут. с 1 января 2021 г. (с 7,7 до 7,2 млн барр./сут.) вместо 2 млн барр./сут. (с 7,7 до 5,7 млн барр./сут.). Это был компромисс между участниками соглашения, учитывавший вторую волну коронавируса; ввод новых ограничительных мер, приводящих к сокращению спроса на нефть; быстрое восстановление объемов добычи нефти в Ливии, не участвующей в соглашении о сокращении объемов добычи<sup>2</sup>. Помимо этого было принято решение о ежемесячной оценке и таргетировании рынка. Фактическое исполнение сделки в январе текущего года составило 103%.

По итогам январской встречи ОПЕК+<sup>3</sup> было принято решение об увеличении объемов добычи нефти странами–участницами соглашения на 75 тыс. барр./сут. в феврале и марте 2021 г. Для десяти стран ОПЕК, участвующих в соглашении, до конца первого квартала сохранялись квоты, принятые для января 2021 г., – суммарный объем сокращения добычи должен был составить 4,564 млн барр./сут. Для стран не-ОПЕК объем сокращения должен был снизиться с 2,636 млн барр./сут. в январе до 2,561 млн барр./сут. в феврале и 2,486 млн барр./сут. в марте за счет сокращения квоты и, соответственно, увеличения объемов добычи нефти для России (65 тыс. барр./сут.) и Казахстана (10 тыс. барр./сут.) в течение каждого из месяцев. (См. табл. 1.)

Фактическое общее исполнение сделки в феврале составило 115%; большой вклад в такой результат внесло обязательство по добровольному сокращению Саудовской Аравией

*Каукин Андрей Сергеевич, заведующий лабораторией системного анализа отраслевых рынков РАНХиГС при Президенте Российской Федерации; и.о. руководителя Научного направления «Реальный сектор», заведующий лабораторией отраслевых рынков и инфраструктуры Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара, канд. экон. наук (Москва), e-mail: kaukin@ranepa.ru; Миллер Евгения Михайловна, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: miller-em@ranepa.ru*

<sup>1</sup> 12th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting concludes / OPEC. 03.12.2020. URL: [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/6257.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/6257.htm)

<sup>2</sup> Каукин А.С., Миллер Е.М. Мировой рынок нефти в конце 2020 г. // Экономическое развитие России. 2021. Т. 28. № 1. С. 7–10. / Kaukin A.S., Miller E.M. World's Oil Market in Late 2020 // Russian Economic Development. 2021. Vol. 28. No. 1. Pp. 7–10.

<sup>3</sup> 13th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting concludes / OPEC. 05.01.2021. URL: [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/6310.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/6310.htm)

**Таблица 1**  
**Добровольные уровни сокращения суточной добычи нефти по соглашению ОПЕК+ для отдельных стран в 2021 г., тыс. барр./сут.**

Страна	База	Январь		Февраль		Март		Апрель		Май		Июнь		Июль	
		Изменение	План	Изменение	План	Изменение	План	Изменение	План	Изменение	План	Изменение	План	Изменение	План
Ирак	4653	-796	3857	-796	3857	-796	3857	-796	3857	-748	3905	-699	3954	-637	4016
Саудовская Аравия	11 000	-1881	9119	-1881	9119	-1881	9119	-1881	9119	-1768	9232	-1653	9347	-1505	9495
ОАЭ	3168	-542	2626	-542	2626	-542	2626	-542	2626	-509	2659	-476	2692	-433	2735
Казахстан	1709	-292	1417	-282	1427	-272	1437	-252	1457	-246	1463	-240	1469	-234	1475
Россия	11 000	-1881	9119	-1816	9184	-1751	9249	-1621	9379	-1582	9418	-1543	9457	-1505	9495
ОПЕК-10	26 683	-4564	22 119	-4564	22 119	-4564	22 119	-4564	22 119	-4287	22 396	-4010	22 673	-3650	23 033
Не-ОПЕК	17 170	-2636	14 534	-2561	14 609	-2486	14 684	-2336	14 834	-2263	14 907	-2190	14 980	-2109	15 061
ОПЕК+	43 853	-7200	36 653	-7125	36 728	-7050	36 803	-6900	36 953	-6550	37 303	-6200	37 653	-5759	38 094

Источник: Voluntary Production Levels / ОПЕК. 05.01.2021. URL: [https://www.opec.org/opec\\_web/static\\_files\\_project/media/downloads/Voluntary%20Production%20Levels.pdf](https://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/Voluntary%20Production%20Levels.pdf); 14th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting concludes / ОПЕК. 04.03.2021. URL: [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/6375.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/6375.htm); Voluntary Production Levels / ОПЕК. 01.04.2021. URL: [https://www.opec.org/opec\\_web/static\\_files\\_project/media/downloads/15th%20ONOMM%20-%20Production%20adjustments%20table.pdf](https://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/15th%20ONOMM%20-%20Production%20adjustments%20table.pdf)

добычи на 1 млн барр./сут., которое страна взяла с января 2021 г.

На встрече стран-участниц ОПЕК+, состоявшейся 4–5 марта 2021 г.<sup>4</sup>, было решено сохранить квоты по объемам суточной добычи нефти на уровне марта 2021 г. с целью восстановления спроса на топливо. Исключение составили Россия и Казахстан, для которых было разрешено увеличить добычу соответственно на 130 и 20 тыс. барр./сут. из-за роста спроса на топливо (сохранения сезонных моделей потребления). Также был продлен срок, до которого участники соглашения должны будут компенсировать перепроизводство нефти (с марта до конца июля 2021 г.). Фактическое общее исполнение сделки в марте составило около 113% – как и месяцем ранее, существенный вклад в результат внесло добровольное сокращение Саудовской Аравией добычи на 1 млн барр./сут.

На 15-й встрече стран – участниц соглашения ОПЕК+<sup>5</sup> были утверждены уровни добычи нефти на май-июль 2021 г. (см. табл. 1): суммарный объем сокращения суточной добычи к июлю должен составить 5,7 млн барр./сут. Также до конца сентября 2021 г. был продлен срок использования механизма компенсации недосокращенной ранее добычи: до 15 апреля страны ОПЕК+ с объемами перепроизводства нефти должны были представить в секретариат ОПЕК+ свои планы по компенсации. Таким образом, во втором квартале 2021 г. ожидается рост объемов добычи нефти у стран – участниц соглашения ОПЕК+.

### Прогноз цен на нефть<sup>6</sup>

Согласно прогнозам EIA ожидается снижение запасов нефти вследствие роста мирового спроса и выполнения условий сделки ОПЕК+.

<sup>4</sup> 14th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting concludes / ОПЕК. 05.03.2021. URL: [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/6375.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/6375.htm)

<sup>5</sup> 15th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting concludes / ОПЕК. 01.04.2021. URL: [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/6400.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/6400.htm)

<sup>6</sup> Рассматриваемые прогнозы были сделаны до объявления ОПЕК+ о наращивании объемов суточной добычи в мае-июле 2021 г. Обновление прогнозов запланировано на первую половину мая 2021 г.

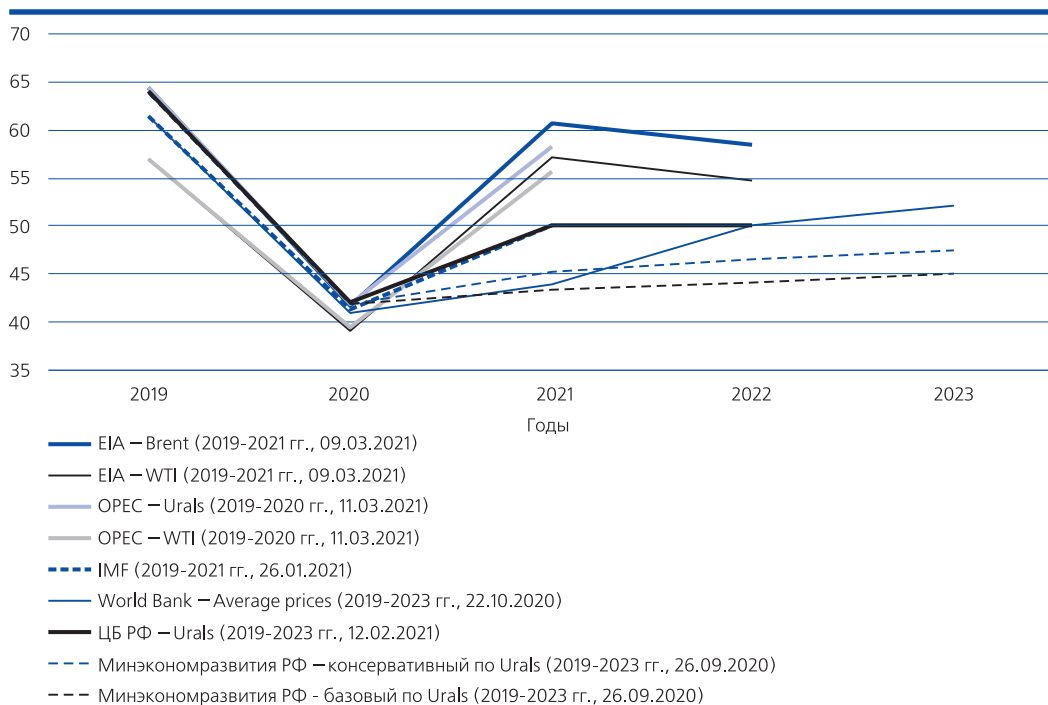
Это приведет к тому, что в 2021 г. мировое потребление нефти и жидкого топлива в среднем составит 97,8 млн барр./сут., а в 2022 г. оно вырастет на 3,3 млн барр./сут. Помимо этого, по прогнозу EIA, средняя цена на нефть марки Brent в 2021 г. составит 52,7 долл./барр., а в 2022 г. она вырастет до 53,4 долл./барр.<sup>7</sup> Ограничивать рост цен в 2021 г. будут высокий уровень мировых запасов нефти и избыточный уровень ее добычи. (См. рисунок.)

По прогнозам Всемирного банка цены на нефть вырастут в 2021 г. до 44 долл./барр., поскольку постепенное расширение спроса накладывается на ослабление ограничений предложения в странах ОПЕК+. Основными рисками

являются продолжительность пандемии, включая возможность усиления ее последующих волн и скорость распространения вакцинации<sup>8</sup>. Международный валютный фонд не ожидает резкого восстановления цен на нефть в ближайшее время, прогнозируя, что в 2021 г. цены окажутся в диапазоне от 40 до 50 долл./барр.<sup>9</sup>

Банк России повышал прогноз цены на нефть российской экспортной марки Urals в 2020 г. до 41 с 38 долл./барр. Прогноз цены Urals в 2021 г. также был увеличен до 45 с 40 долл./барр. Регулятор ожидает, что в 2022 г. стоимость нефти составит 45 долл./барр., в 2023 г. – 50 долл./барр.<sup>10</sup>

### Прогноз цен на нефть, долл./барр.



Источник: составлено авторами.

<sup>7</sup> Short-term energy outlook / EIA. 12.01.2021. URL: [https://www.eia.gov/outlooks/steo/report/global\\_oil.php](https://www.eia.gov/outlooks/steo/report/global_oil.php)

<sup>8</sup> World Bank Commodities Price Forecast / World Bank. 22.10.2020. URL: <http://pubdocs.worldbank.org/en/478961602618430208/CMO-October-2020-Forecasts.pdf>

<sup>9</sup> World Economic Outlook Update. October 2020 / IMF. 07.10.2020. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>

<sup>10</sup> Среднесрочный прогноз Банка России по итогам заседания Совета директоров по ключевой ставке / Банк России. 23.10.2020. URL: [http://www.cbr.ru/collection/collection/file/29374/forecast\\_201023.pdf](http://www.cbr.ru/collection/collection/file/29374/forecast_201023.pdf)

Согласно консервативному сценарию прогноза Минэкономразвития России средняя стоимость Urals в 2021 г. составит 45,3 долл./барр., а к 2023 г. вырастет до 47,5 долл./барр. Базовый сценарий министерства предполагает стоимость нефти марки Urals в 2021 г. чуть выше 43 долл./барр.

Среди факторов снижения нефтяных цен можно выделить следующие: новые всплески заболеваемости коронавирусом (например, аналогичные наблюдающимся на данный момент в ряде азиатских стран, включая Индию и Японию); нехватка вакцин; дальнейшее снижение спроса на моторные топлива в США; более резкий, чем ожидается, рост добычи странами ОПЕК+.

### Российский рынок нефти в начале 2021 г.

По данным Международного энергетического агентства (МЭА), в январе 2021 г. Россия добывала 9,22 млн барр./сут. нефти без учета газового конденсата (что соответствовало выполнению сделки ОПЕК+ на 95%), в феврале – 9,26 млн барр./сут. (93%), в марте – 9,33 млн барр./сут. (95%).

В табл. 2 приведены объемы добычи нефти Россией по месяцам 2021 г., а также объемы экспорта нефти, внутренних поставок нефти на переработку, перевалки через морские порты нефти и нефтепродуктов. Из нее видно, что по всем показателям до сих пор сохраняется отрицательная динамика по срав-

**Таблица 2**  
Динамика объемов добычи, переработки и экспорта нефти Россией в 2021 г.

Показатель	Январь		Февраль		Март	
	млн т	в % к январю 2020 г.	млн т	в % к февралю 2020 г.	млн т	в % к марту 2020 г.
Добыча нефти	43	-10,30	38,6	-13,80	43,34	-9,32
Экспорт нефти	18,7	-13,80	16,5	-21,10	17,70	-17,29
Первичная переработка нефти на НПЗ России	22,8	-7,30	22,6	-8,60	24,49	-3,96
Перевалка наливных грузов в российских портах	34,5	-14,40	33,3	-16,70	34	-9,60
из них:						
сырой нефти	18,7	-18,00	18,1	-22,30	18,6	-12,70
нефтепродуктов	12,3	-11,50	11,8	-11,00	12,1	-6,20

Источник: Министерство энергетики России, ИПЕМ.

**Таблица 3**  
Прогноз объемов добычи, внутреннего потребления и экспорта российской нефти на 2021 г., млн т

	Источник	2020 г.	2021 г.
		Объем добычи нефти	Минэнерго России
	ОПЕК MOMR	520,01	520,50
	EIA STEO	516,08	523,45
Объемы внутреннего потребления нефти (2020 г. = постоянные объемы)	Минэнерго России	274,93	274,93
Экспорт нефти (разница между объемом добычи нефти и объемом внутреннего потребления нефти), млн т	Минэнерго России	232,37	-
	ОПЕК MOMR	232,37	245,57
	EIA STEO	232,37	248,51

Источник: Минэнерго России, ОПЕК MOMR, EIA STEO.

нению с аналогичным периодом прошлого года.

Прогнозные значения объемов добычи, внутреннего потребления и экспорта российской нефти на 2021 г. представлены в табл. 3.

Прогнозы международных организаций и текущая динамика мирового энергетического рынка свидетельствуют о наличии рисков снижения спроса на нефть, связанных, в частности, с вероятным ужесточением ограничительных мер в ряде азиатских стран ввиду новой волны коронавирусной инфекции. Рост заболеваемости и соответствующее введение ограничительных мер могут сказаться на мобильности населения и деловой активности во

втором квартале 2021 г., а следовательно, и на спросе на энергетические ресурсы, в том числе на нефтепродукты.

Учитывая принятые решения на последней встрече стран – участниц соглашения ОПЕК+ о постепенном наращивании объемов добычи на 1,2 млн барр./сут. до июля 2021 г., одним из определяющих факторов сохранения динамики восстановления энергетического рынка может стать масштабная вакцинация населения от COVID-19. Если большинству государств удастся оперативно справиться с распространением вируса и его новых штаммов, то за этим можно ожидать роста числа перевозок и, соответственно, увеличения спроса на топливо. ■

### World's Oil Market in Q1 2021

**Andrey S. Kaukin** – Head of Department for System Analysis of Sectoral Markets of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration; Acting Head of Center for Real Sector, Head of Department of Sectoral Markets and Infrastructure of the Gaidar Institute for Economic Policy, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: kaukin@ranepa.ru

**Eugenia M. Miller** – Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: miller-em@ranepa.ru

*One of the main factors behind the reduction in oil supply and, consequently, the increase in oil prices in Q1 2021 was the voluntary decision of Saudi Arabia under the OPEC+ agreement to further reduce its production by 1 mbpd. This fact resulted in a record overall conformity with the original decision, which came to 115% in February 2021. A potential risk factor for the oil prices dynamic is the decision taken at the 15<sup>th</sup> OPEC+ meeting to raise production targets in Q2 2021, coupled with a rapid increase in the number of coronavirus cases reported in Asian countries.*

**Key words:** oil, world oil market, oil production, oil prices, OPEC+, coronavirus, vaccination.

**JEL-codes:** L71, E3, Q3.

## ОПЫТ И УРОКИ ПУБЛИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ АКЦИЙ НА ФОНДОВЫХ РЫНКАХ США, КИТАЯ И РОССИИ

**А. Е. АБРАМОВ**  
**А. Г. КОСЫРЕВ**  
**А. Д. РАДЫГИН**  
**М. И. ЧЕРНОВА**

*Публичные размещения акций играют все более важную роль в финансировании ускоренного развития компаний, представляющих новую экономику. Рынок IPO стал предметом серьезной конкуренции между США и Китаем. Российский рынок акций остается в стороне от этих процессов. Опыт США и Китая показывает, что для развития биржевого рынка IPO недостаточно формальных изменений процедур осуществления соответствующих сделок или введения каких-либо новых налоговых льгот. Нужны более серьезные институциональные преобразования, затрагивающие мотивы поведения эмитентов, инвесторов и государственных ведомств.*

**Ключевые слова:** финансовые рынки, фондовые рынки США, Китая и России, первичные размещения акций, IPO, бланковые компании, SPAC.

**JEL:** E44, G15, G18, G23, G34.

В первом квартале 2021 г. в мире наблюдалась тенденция роста рынка публичных размещений акций новых компаний на биржах (IPO) как в секторе «классических» IPO, так и с участием бланковых компаний (*special-purpose acquisition companies*), или SPAC<sup>1</sup>. В этот период с помощью «классических» IPO (без учета SPAC) компании привлекли 119,3 млрд долл. по сравнению с 32,9 млрд долл. годом ранее. (См. рис. 1.) Из суммарного объема IPO 73,2 млрд долл., или 61,4%, приходилось на биржи США, 32,9 млрд долл., или 27,6%, — на биржи Китая и лишь 13,2 млрд долл., или 11,0%, — на биржи других стран и регионов.

Основная конкуренция на рынке IPO разворачивается в сфере финансирования высокотехнологичных компаний и других новых

отраслей экономики (финтех, фармацевтики, сферы устойчивого развития). В США развивается модель публичных размещений акций SPAC, позволяющая упростить доступ к средствам институциональных и частных инвесторов эмитентам новых секторов экономики. По данным ресурса [Spracktrack.net](https://www.spracetrack.net), начиная с 2020 г. благодаря SPAC в США на биржи вышли 562 новые компании, из которых 136 уже заключили соглашения о слиянии с крупными частными эмитентами.

В первом квартале 2021 г. на долю американских бирж приходилось 93,0% от стоимости IPO акций SPAC в мире. За этот период SPAC привлекли 92,7 млрд долл., что в 1,2 раза больше, чем за весь 2020 г. (74,4 млрд долл.). (См. рис. 2.) Многие страны, включая государства

---

*Абрамов Александр Евгеньевич, заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук (Москва), e-mail: ae\_abramov@mail.ru; Косырев Андрей Геннадьевич, младший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: kosyrev-ag@ranepa.ru; Радыгин Александр Дмитриевич, председатель Ученого совета Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара; директор Института ЭМИТ РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, д-р экон. наук, профессор (Москва), e-mail: arad@iep.ru; Чернова Мария Игоревна, научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: chernova-mi@ranepa.ru*

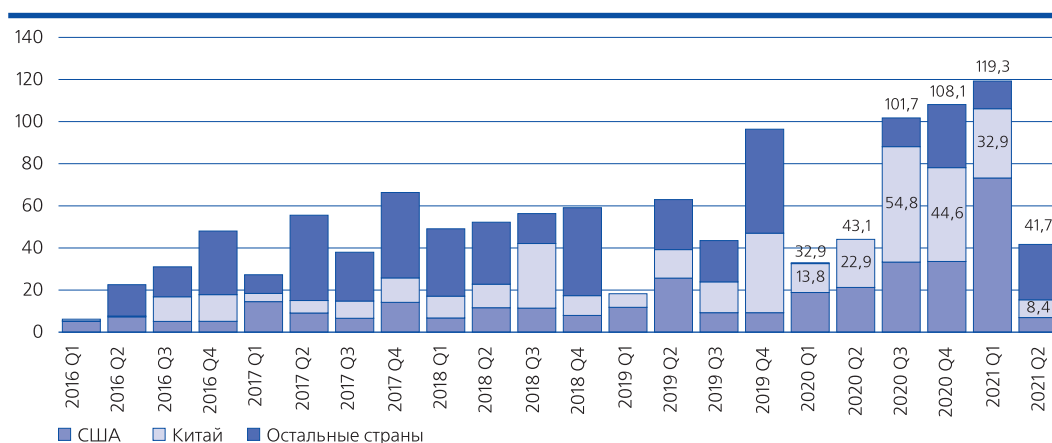
<sup>1</sup> В отличие от классического IPO сделки SPAC предполагают приобретение акций инвесторами по фиксированной цене, как правило, равной 10 долл. за акцию. Вместе с акциями SPAC инвесторы получают warrants, позволяющие в будущем купить акции новой публичной компании, создаваемой на базе SPAC, по фиксированной цене. Учредитель SPAC, которым, как правило, является авторитетный венчурный предприниматель, получает право на льготное приобретение до 20% акций будущей новой компании. После проведения IPO в течение не более двух лет SPAC должна заключить сделку слияния-поглощения с частной компанией, стремящейся стать публичной. По итогам указанной сделки акционеры SPAC вправе обменять свои акции SPAC на акции новой публичной компании. Если они не хотят участвовать в новой компании, то получают свои 10 долл. на акцию назад плюс небольшой фиксированный процент на эту сумму. Обычно в IPO акций SPAC участвуют только институциональные инвесторы, а частные инвесторы приобретают акции SPAC лишь после IPO на вторичном рынке.

Европейского союза и Россию<sup>2</sup>, внимательно следят за опытом IPO акций SPAC.

Преимущества SPAC для инвесторов по сравнению с «классическими» IPO заключаются в гарантии сохранности стоимости вложений в акции до момента слияния SPAC с компанией-целью; наличии права выхода из SPAC путем продажи акций на бирже или их выкупа

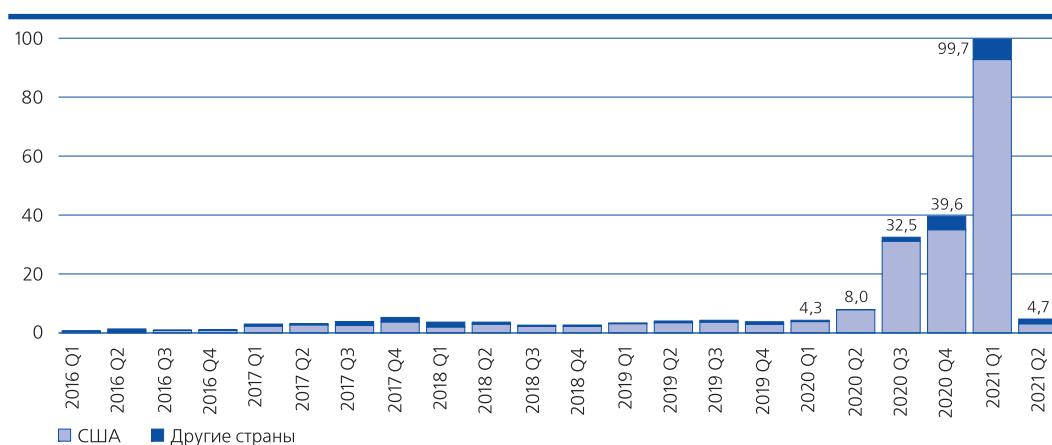
эмитентом до совершения сделки слияния-поглощения; а также возможности получения более полной информации о будущей компании-цели в процессе обсуждения сделок M&A. Наличие в учредителях авторитетных венчурных предпринимателей дает инвесторам шанс на заключение выгодной сделки M&A с частной компанией, обладающей высоким потен-

**Рис. 1. Объемы средств, привлеченных на первичном размещении через IPO без учета размещений с помощью SPAC, в 2016 – апреле 2021 гг., млрд долл.**



Источник: Bloomberg (дата обновления данных – 30 апреля 2021 г.).

**Рис. 2. Объемы средств, привлеченных на первичном размещении через SPAC, в 2016 – апреле 2021 гг., млрд долл.**



Источник: Bloomberg (дата обновления данных – 30 апреля 2021 г.).

<sup>2</sup> URL: <https://www.rbc.ru/finances/10/02/2021/6022767e9a79476f42aa9fc3>

циалом роста. SPAC позволили демократизировать процесс инвестирования в акции венчурных компаний для частных инвесторов. По данным Bank of America, объемы сделок с акциями SPAC, совершаемых индивидуальными инвесторами на платформе этого банка, в январе 2021 г. составляли 46% от общего объема торгов с акциями SPAC [3].

Для частных компаний-эмитентов выгоды от слияния со SPAC состоят в возможности оперативного привлечения значительных финансовых ресурсов, прежде всего институциональных инвесторов, и проведения профессиональной экспертизы со стороны венчурных предпринимателей.

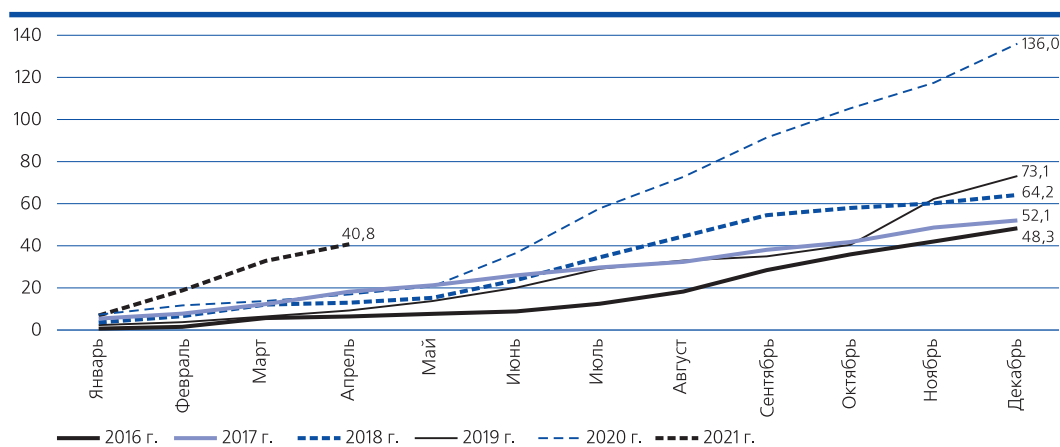
Вместе с тем быстрый рост SPAC сопряжен с повышенными рисками для инвесторов. В исследовании Дж. Риттера и др. [2] на основании изучения деятельности 114 SPAC в 2010–2018 гг. показано, что с момента проведения IPO до их слияния с компанией-целью средняя доходность акций SPAC составляла 9,3% годовых. Однако после сделки M&A с компанией-целью инвесторы потеряли в среднем 15,6%, если они купили обыкновенные акции объединенной компании в первый день торгов и удерживали их в течение года. При проведении SPAC необходимо более полно раскрывать информацию для инвесторов и регулировать деятельность их учредителей, которые даже в случае падения цен акций новых компаний после объединения получают существенные выгоды в виде приобретаемых на льготных условиях 20% указанных акций [6].

Данные риски находятся в поле зрения финансового регулятора (SEC) в США<sup>3</sup>. Представители SEC заверяют, что они тщательно изучают сделки с акциями SPAC с точки зрения соблюдения интересов инвесторов [5].

Иные подходы к развитию рынка IPO акций наблюдаются в Китае. Несмотря на снижение в январе-апреле 2021 г. индексов Шеньчжэньской и Шанхайской фондовых бирж соответственно на 3,8 и 1,6%, объем IPO акций китайских компаний в начале текущего года рос быстрее, чем 2020 г., когда было зафиксировано самое большое размещение внутренних акций за последние 10 лет в размере 136 млрд долл. (См. рис. 3.) Драйверами роста китайского рынка IPO являются высокий спрос на рыночные инвестиции со стороны частных компаний, наличие емкого внутреннего фон-

дового рынка IPO являются высокий спрос на рыночные инвестиции со стороны частных компаний, наличие емкого внутреннего фон-

**Рис. 3. Объемы средств, привлеченных китайскими компаниями на IPO на внутренних и иных биржах, в 2016 – апреле 2021 гг. (накопительным итогом в каждом году), млрд долл.**



Источник: Bloomberg (дата обновления данных – 30 апреля 2021 г.).

<sup>3</sup> URL: <https://www.sec.gov/news/public-statement/division-cf-spac-2021-03-31>

дового рынка, на котором преобладают частные инвесторы, а также открытие рынка IPO материковых компаний для глобальных инвесторов. Стимулом развития рынка IPO в Китае также стало обострение конкуренции с США — в частности, рост риска делистинга крупнейших китайских компаний на американских фондовых биржах [9].

Особый интерес представляет реализация с июля 2019 г. при поддержке Председателя КНР Си Цзиньпина амбициозного проекта создания рынка высокотехнологичных компаний «STAR market» на Шанхайской фондовой бирже как альтернативы бирже NASDAQ (США). Данный проект, осуществляемый под тщательным контролем государственных ведомств, пока трудно назвать успешным: в первом квартале 2021 г. стоимость новых компаний, включенных в листинг STAR market, составила 4,2 млрд долл. по сравнению с 5,1 млрд долл. в четвертом квартале 2020 г.; в апреле 2021 г. в листинг вошли компании стоимостью 0,8 млрд долл. по сравнению с 1,7 млрд долл. в марте [1]. В ноябре 2020 г. в STAR market планировалось проведение самого крупного IPO в мире китайской компании Ant Group в сумме 36 млрд долл., которое было отменено по личному указанию Си Цзиньпина.

Причиной замедления роста STAR market стало введение новых требований<sup>4</sup>: компании, занимающиеся финансовыми технологиями и услугами, сделками с недвижимостью и инвестициями, по новым правилам не подлежат включению в листинг STAR market.

Другим фактором торможения IPO крупнейших китайских высокотехнологичных компаний (Alibaba, Tencent, ByteDance, JD.com, Meituan и др.) стали требования об устранении ими нарушений антимонопольного законодательства и изменении модели бизнеса с целью ограничения рисков и повышения финансовой устойчивости компаний. По словам Председателя КНР Си Цзиньпина, «нельзя допускать, чтобы крупные высокотехнологичные

компании использовали свой размер, капитал и массивы данных для антиконкурентной практики» [8].

В настоящее время трудно оценить, как отразятся меры, принимаемые китайскими властями, на перспективах рынка внутренних IPO. С одной стороны, активное вмешательство государства в работу бирж и бизнес частных высокотехнологичных компаний, являющееся проявлением конфликтов элит в китайском обществе, может затормозить развитие крупных частных компаний и фондового рынка. С другой стороны, меры антимонопольного регулирования крупных экосистем в Китае могут способствовать росту конкуренции, устранению дискриминации малого и среднего бизнеса в доступе к услугам онлайн-торговли, платежным сервисам и маркетингу в социальных сетях, что будет способствовать появлению новых эмитентов на биржах.

В России публичные размещения акций на биржах сталкиваются с серьезными проблемами. С 2010 по апрель 2021 гг. сделки IPO российских ПАО на внутренних биржах носили эпизодический характер и были сравнительно невелики по объему. (См. рис. 4.) После 2011 г. годовой объем сделок не превышал 1 млрд долл. В 2020 г. объем IPO на Московской бирже составил всего 587 млн долл., что составляет 0,2% от объема «классических» IPO в мире.

О проблемах внутренних IPO в России свидетельствуют низкие, а иногда и отрицательные значения недооценки (разницы между ценой закрытия акций эмитента в первый торговый день и ценой размещения указанных акций при проведении IPO). В процессе трех самых крупных внутренних IPO, проведенных в 2020–2021 гг. ПАО «Совкомфлот», Группой «Самолет» и «Сегежа Групп», размер недооценки составил соответственно -4,3, 0,3 и -0,4%. Это свидетельствует о том, что стоимость акций данных компаний в процессе IPO была завышенной, а спрос на них со стороны

<sup>4</sup> URL: <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/202104/P020210416593313122391.pdf>

участников биржевых торгов оказался недостаточным высоким. (Для сравнения: в процессе двух крупнейших IPO офшорных российских структур – Ozon Group и HeadHunter Group, – проведенных на фондовой бирже NASDAQ (США) в 2020 г., размер недооценки акций составил соответственно 34,3 и 24,1%.)

Уровень недооценки при проведении IPO российских эмитентов является самым низким в мире, составляя 3,3% в среднем за период 1999–2013 г. [4; 7]. Тогда как на внутреннем рынке США при проведении «классических» IPO средний размер недооценки по сделкам составлял в среднем за период 2001–2020 гг. 16,7%, в том числе 41,6% в 2020 г. В Китае средний размер недооценки за период 1999–2020 гг. составил 170%, в том числе 175% в 2020 г.

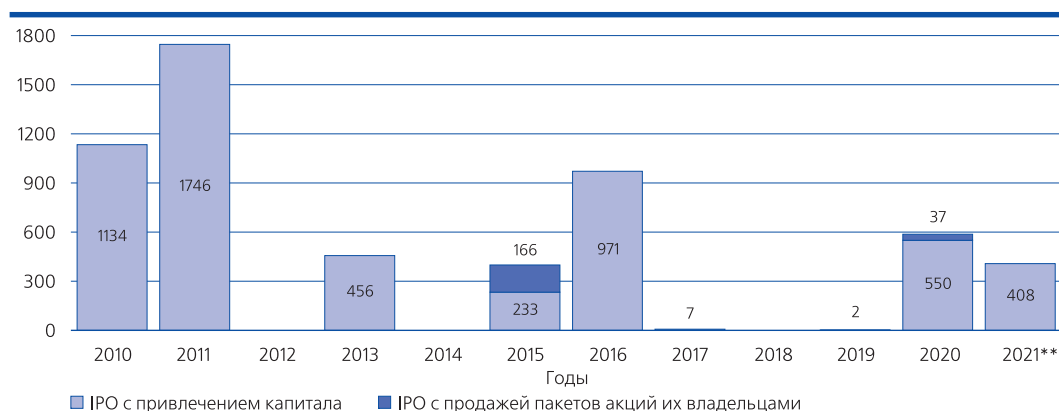
Неудовлетворительным является уровень публичного раскрытия статистики сделок IPO и SPO, проводимых российскими компаниями. Ни одна из структур в России не отвечает за ведение реестра данных сделок. Оценки, публикуемые Всемирной федерацией бирж, Московской биржей и другими организация-

ми, являются неполными и существенно различаются между собой.

Анализ проблем IPO-рынка США, Китая и России позволяет сформулировать ряд предложений относительно развития публичных размещений акций на российских биржах.

Основной проблемой, препятствующей росту IPO российских компаний, в условиях неопределенности в сфере инвестиционного климата и рисков недружественных захватов бизнеса, является осторожное отношение растущих частных компаний к перспективам привлечения рыночных источников финансирования, требующих высокого уровня прозрачности информации об их деятельности. Помимо общеизвестных мер по улучшению инвестиционного климата приход новых компаний на рынок можно было бы ускорить, например, за счет устранения барьеров развития независимого финтех. Это предполагает реализацию комплекса мер, включая обязательность стандартов *open-banking* для крупных финансовых структур, снятие препятствий для межбанковских переводов частными лицами средств между своими счетами в разных финансовых

**Рис. 4. Стоимость сделок IPO на российских биржах в 2010–2021 гг.\*, млрд долл.**



\* – На рисунке отражены только сделки IPO с акциями российских ПАО на российских биржах, предусматривающие привлечение нового капитала в компанию или перепродажу пакета акций действующим акционером их новому владельцу. Сделки SPO и сделки IPO-SPO на зарубежных биржах не учитываются.

\*\* – Январь–апрель.

Источник: расчеты авторов по данным Всемирной федерации бирж (ВФБ) и информационных сообщений о IPO конкретных компаний.

структурах (например, введение ограничений монополюно высоких тарифов крупных розничных банков на межбанковские переводы граждан, составляющих сегодня 1,5% от стоимости переводимых средств).

Росту спроса на IPO могли бы способствовать: создание правовой основы для формирования корпоративных и индивидуальных пенсионных планов с широким охватом работающего населения; реализация мер в сфере доступности, экономической эффективности вложений в паевые инвестиционные фонды и качественное улучшение прозрачности информации об их деятельности.

Необходимы разработка правовой базы для проведения IPO акций SPAC на российских биржах преимущественно для квалифицированных

инвесторов, а также совершенствование законодательства об инвестиционных фондах с целью упрощения проведения IPO и SPO для фондов венчурных инвестиций и фондов прямых инвестиций, ориентированных на сделки публичного размещения акций российских компаний.

Из работы STAR market в Китае можно было бы использовать опыт повышенного внимания высших органов власти к налаживанию рыночных методов финансирования высокотехнологичных национальных компаний.

Российскому финансовому регулятору вместе с саморегулируемыми организациями и российскими биржами необходимо наладить систему статистического учета и ежеквартальной публичной отчетности о сделках IPO-SPO с участием российских компаний. ■

### **Литература / References**

1. Chiu Joanne. Ant's Halted IPO Takes the Shine off China's STAR Market // The Wall Street Journal on-line. 2021. May 5.
2. Gahng Minmo, Ritter Jay R., Zhang Donghang. SPACs. 2021. March 2. URL: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/SPACs.pdf/>
3. Li Yun. Unusual first-day rallies in SPACs raise bubble concern: «Every single one of them has gone up» // CNBC-online. 2021. February 10.
4. Loughran Tim, Ritter Jay, Rydqvist Kristian. Initial Public Offerings: International Insights. 2021. March 22. URL: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/International.pdf>
5. Michaels Dave, Ramkumar Amrith, Osipovich Alexander. SPAC Hot Streak Put on Ice by Regulatory Warnings // The Wall Street Journal on-line. 2021. April 16.
6. Ramkumar Amrith. SPAC Insiders Can Make Millions Even When the Company They Take Public Struggles // The Wall Street Journal on-line. 2021. April 25.
7. Ritter Jay R. Initial Public Offerings: Underpricing. 2020. December 29. URL: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/>
8. Wei Lingling. Ant IPO-Approval Process Under Investigation by Beijing // The Wall Street Journal on-line. 2021. April 27.
9. Wong Sharnie. Chinese IPO Shift to H.K. and the U.S.? // Bloomberg. 2021. April 30.

### **Experiences and Lessons of Public Offerings on the Stock Markets of the USA, China and Russia**

**Alexander E. Abramov** — Head of Department for Analysis of Institutions and Financial Markets of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: [ae\\_abramov@mail.ru](mailto:ae_abramov@mail.ru)

**Andrey G. Kosyrev** — Junior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: [kosyrev-ag@ranepa.ru](mailto:kosyrev-ag@ranepa.ru)

**Alexander D. Radygin** — Chairman of the Scientific Council of the Gaidar Institute for Economic Policy; Director of the Institute of Mathematics and Information Technology Economics, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Doctor of Economic Sciences, Professor (Moscow, Russia). E-mail: [arad@iep.ru](mailto:arad@iep.ru)

**Maria I. Chernova** — Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: [chernova-mi@ranepa.ru](mailto:chernova-mi@ranepa.ru)

*Public offerings have been playing an increasingly important role in fundraising for an accelerated development of businesses in the new economy. The IPO market has triggered an intense competition between the USA and China. Russia's stock market has stayed away from these processes. The experience of the USA and China shows that for the IPO market to properly develop, it is not sufficient just to introduce some formal changes in the specific procedures for handling certain types of stock market transactions, or any new tax incentives. It is necessary to launch more profound institutional changes targeting the motives of stock issuers, investors and government departments.*

**Key words:** financial markets, stock markets of the USA, Cuna and Russia, initial public offering, IPO, SPAC-companies, SPAC.

**JEL-codes:** E44, G15, G18, G23, G34.

---

# Промышленность

## РОССИЙСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ В АПРЕЛЕ 2021 г.: ПРИЗНАКИ ЗАВЕРШЕНИЯ КРИЗИСА

С. В. ЦУХЛО

*В апреле 2021 г. российская промышленность продолжила уверенный выход из кризиса. Положительная динамика спроса вместе с высоким оптимизмом прогнозов продаж и недостаточным запасом готовой продукции позволяют предприятиям сохранять рост выпуска и повышают спрос на рабочую силу. Инфляционные ожидания промышленных предприятий продолжают увеличиваться, превзойдя уровни 2010 и 2015 гг.*

*Признаками завершения пандемического кризиса стали выход инвестиционных планов предприятий «в плюс» и восстановление докризисной доступности кредитов при сохранении в апреле ставки по ним на минимальном уровне.*

**Ключевые слова:** российская промышленность, спрос, запасы готовой продукции, запасы сырья и материалов, выпуск, цены, персонал.

**JEL:** L16, L60.

В апреле 2021 г. спрос, по оценкам предприятий, сохранил положительную динамику: баланс (темп прироста) продаж хотя и снизился после рекордных февральских +9 пунктов до +5, остался восьмилетним максимумом — такой интенсивный прирост спроса не регистрировался опросами Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара с 2013 г. Прогнозы продаж после декабрьского (2020 г.) снижения становятся все более оптимистичными (+3 пункта в апреле). Однако ноябрьский результат, оказавшийся 12-летним (с 2008 г.) максимумом, пока остается непревзойденным.

Сохраняющаяся положительная динамика фактических продаж и рост оптимизма прогнозов спроса укрепляют веру предприятий в возобновление промышленного роста и стимулируют их к увеличению запасов готовой продукции: баланс оценок запасов после достижения в декабре 2020 г. 20-летнего минимума (что можно интерпретировать как минимальные надежды на рост спроса) увеличился к апрелю на 12 пунктов, но пока остается отрицатель-

ным — ответов «ниже нормы» по-прежнему больше, чем ответов «выше нормы».

Рост спроса и недостаток запасов готовой продукции позволили российской промышленности уже с июля 2020 г. наращивать объемы производства. Такая положительная динамика выпуска (рост к предыдущему месяцу) успешно сохраняется предприятиями до сих пор. Единственным исключением стал январь 2021 г. (период общенациональных каникул) — в это время баланс фактических изменений выпуска после сезонной очистки стал нулевым.

Аналогичная ситуация может сложиться и в мае, первая декада которого была объявлена нерабочей. Между тем планы промышленности предполагали довольно интенсивный рост производства. Высокий и устойчивый оптимизм планов выпуска характерен для промышленных предприятий с января 2021 г.

Во втором квартале 2021 г. российские предприятия сообщили об изменении структуры ограничений промышленного роста. Два основных ограничения вирусного кризиса снизили негативное влияние на отечественную

---

*Цухло Сергей Владимирович, заведующий лабораторией конъюнктурных опросов Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара, канд. экон. наук (Москва), e-mail: tsukhlo@iep.ru*

промышленность. Неясность текущей ситуации и ее перспектив, занимавшая в течение трех кризисных кварталов первое место в рейтинге предприятий, в 2021 г. отступила на второе место и упоминается сейчас только 42% производителей. На первое место во втором квартале 2021 г. вышел традиционный фактор — «недостаточный внутренний спрос», упоминания которого, однако, уже вернулись к докризисным значениям.

Фактор слабого рубля и удорожания импорта на выходе из пандемического кризиса был поставлен российской промышленностью на третье место с 34% упоминаний. Такая ситуация связана, скорее всего, и с опережающим ростом спроса на импорт в ущерб спросу на продукцию российских предприятий, и с удорожанием импортных машин и оборудования.

В топ-5 ограничений промышленного роста во втором квартале текущего года вернулся дефицит кадров, оттеснивший конкуренцию с импортом — причем не благодаря сокращению упоминаний конкуренции, а исключительно за счет усиления кадровых проблем предприятий.

Замыкают рейтинг 17 ограничений промышленного роста по версии предприятий кредитные факторы. Если недостаток кредитов традиционно был на последних местах, то в апреле 2021 г. на нижнюю строчку рейтинга опустилась «предлагаемая ставка по кредитам»: ее упоминают сейчас — после мартовского повышения ключевой ставки — только 1% предприятий.

В апреле текущего года инфляционные ожидания российской промышленности продолжили рост, прибавив еще 4 пункта к мартовскому результату, повторившему рекорд

2010 и 2015 гг. (До показателей предкризисного июля 2008 г. осталось 5 пунктов баланса ценовых прогнозов.)

Высокий оптимизм и прогнозов спроса, и планов выпуска поддерживает высокий спрос на рабочую силу со стороны промышленных предприятий: в апреле баланс планов найма вырос еще на 3 пункта и достиг 13-летнего максимума — более оптимистичные планы в российской промышленности регистрировались в начале 2008 г.

Инвестиционные планы российской промышленности, рухнувшие в апреле 2020 г., через 12 месяцев вышли наконец «в плюс». Восстановление этого показателя происходило медленнее других планов и прогнозов. Однако сейчас последние стали определенно положительными и являются еще одним признаком завершения пандемического кризиса.

Повышение Банком России ключевой ставки в марте текущего года до 5% годовых никак не сказалось на предлагаемой промышленности минимальной ставке по рублевым кредитам: с февраля 2021 г. этот показатель пребывает на минимальных уровнях и составлял в апреле 8,6% годовых в рублях. Совокупная доступность кредитов (которая включает не только номинальную ставку, но и прочие условия кредитования), наоборот, претерпела в эти месяцы существенные изменения: в феврале показатель опустился до локального минимума, почти достигнув кризисного минимального уровня, зарегистрированного в мае 2020 г. и составлявшего 46%. Но уже в марте банки начали облегчать российской промышленности доступ к заемным средствам, а в апреле довели «нормальную», по оценкам заемщиков, доступность кредитов до предкризисного уровня в 74%. ■

### **Russian Industrial Sector in April 2021: Indications of Crisis Resolution**

**Sergey V. Tsukhlo** – Head of Business Surveys Department of the Gaidar Institute for Economic Policy, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: tsukhlo@iep.ru

*In April 2021, the Russian industrial sector continued its confident recovery from the crisis. Positive dynamics of demand accompanied by high optimism in sales forecasts and a shortage of finished goods stocks allow the enterprises to maintain growth of the output and increase demand for labor. The inflation expectations of industrial enterprises continue to rise surpassing the levels of 2010 and 2015.*

*The fact that investment plans of enterprises turned a profit and the pre-crisis credit availability restored with the rates remaining at the minimum level in April, were indications of the pandemic crisis resolution.*

**Key words:** Russian industry, demand, inventories of finished products, inventories of inputs, output, prices, personnel.

**JEL-codes:** L16, L60.

## ХОЗЯЙСТВЕННОЕ ОБОЗРЕНИЕ (февраль-май 2021 г.)<sup>1</sup>

С. П. АУКУЦИОНЕК  
А. С. ЕГОРОВ  
И. А. БАШИРОВА  
Т. В. СЕРЖАНТОВА

В феврале 2021 г. на 12 п.п. снизился заметно выросший в последние несколько месяцев диффузный индекс трехмесячных прогнозов цен на выпускаемую продукцию, в то время как аналогичный индекс цен на покупаемую продукцию потерял всего 6 пунктов. Текущие индексы цен также продемонстрировали снижение, но более умеренное. Ощутимо (на 15 п.п.) вырос индекс трехмесячных прогнозов финансового состояния: он достиг 61%, что в последний раз наблюдалось в 2015 г. Ожидаемые изменения диффузного индекса портфеля заказов достигли трехлетнего максимума.

**Ключевые слова:** Россия, промышленность, промышленные предприятия, уровень цен, заработная плата, занятость, производство, инвестиции, банковская задолженность, объем заказов, объем запасов готовой продукции, загрузка производственных мощностей, банкротство, экономическая политика, продолжительность кризиса.

**JEL:** D22, D24, G31, L23, P23.

### ФЕВРАЛЬ 2021 г.

#### Цены

Падение цен на свою продукцию отметили 5% предприятий, о неизменности сообщили 63%, о повышении — 32%.

Цены на приобретаемую продукцию росли у 80%, не менялись — у 13% и у 8% — снижались.

#### Соотношение цен и издержек

Неблагоприятный для своих предприятий сдвиг ценовых пропорций отметили около 34% респондентов, благоприятный — 7%. По мнению остальных 59%, соотношение «своих» и «чужих» цен практически не изменилось.

Чаще всего на неблагоприятный сдвиг ценовых пропорций указывали на предприятиях легкой (100%), химической (67%) и пищевой (50%) промышленности.

#### Заработная плата

О ее повышении сообщили 22% предприятий, о сохранении на прежнем уровне — около 61%, о снижении — 17%.

В среднем по всем предприятиям выборки заработная плата за месяц не изменилась (в предыдущем месяце тоже не менялась). Для промышленных предприятий-респондентов ее средний уровень составил 35 000 руб., а для сельскохозяйственных — 25 000 руб.

Средние доходы высшего управленческого персонала предприятий составили в промышленности 59 000 руб., а в сельском хозяйстве — около 39 000 руб.

#### Занятость и производство

Около 80% респондентов сообщили о сохранении прежней занятости на своих предприятиях, 10% отметили ее сокращение и 10% — увеличение.

Аукуционек Сергей Павлович, руководитель Центра по изучению переходной экономики ИМЭМО им. Е.М. Примакова РАН, канд. экон. наук (Москва), e-mail: reb@imemo.ru; Егоров Андрей Станиславович, старший научный сотрудник Центра по изучению переходной экономики ИМЭМО им. Е.М. Примакова РАН, канд. экон. наук (Москва), e-mail: andrese@mail.ru; Баширова Инесса Анатольевна, старший научный сотрудник Центра по изучению переходной экономики ИМЭМО им. Е.М. Примакова РАН (Москва), e-mail: bachirowa@imemo.ru; Сержантова Татьяна Валентиновна, старший научный сотрудник Центра по изучению переходной экономики ИМЭМО им. Е.М. Примакова РАН (Москва), e-mail: serzhantova@imemo.ru

<sup>1</sup> Материал подготовлен сотрудниками Центра по изучению переходной экономики Национального исследовательского института мировой экономики и международных отношений им. Е.М. Примакова РАН специально для журнала «Экономическое развитие России» по результатам опроса 200 предприятий всех отраслей и регионов РФ.

Об увеличении объемов производства по сравнению с предыдущим месяцем сообщили 36% руководителей, 26% отметили сохранение прежних объемов выпуска и 38% — уменьшение.

### **Инвестиции**

Около 12% респондентов отметили рост закупок оборудования, 49% указали на неизменность данного показателя и 7% — на его сокращение. Остальные — 32% предприятий — не закупили оборудование в течение двух и более месяцев подряд (в январе 2021 г. — 29%).

### **Задолженность банкам**

Задолженность банкам (у имеющих ее предприятий) составила 85% от уровня, который респонденты считают нормальным для этого месяца (месяц назад — тоже 85%).

### **Портфель заказов**

Портфель заказов у 59% предприятий остался неизменным, у 24% он пополнился и у 17% — «похудел». Рост заказов отмечали в основном представители лесопромышленного комплекса (75%), химической промышленности (33%) и машиностроения (27%).

В среднем по выборке объем заказов составил 86% от нормального месячного уровня (в январе — 80%). Самым высоким уровнем заказов в феврале 2021 г. оказался у предприятий лесопромышленного комплекса (119%), у представителей пищевой промышленности (97%) и у металлургов (91%), а самым низким он был у производителей строительных материалов (67%) и в машиностроении (76%).

### **Запасы готовой продукции**

Около 9% респондентов сообщили об увеличении таких запасов, 28% отметили их уменьшение и около 64% не заметили перемен.

В среднем по выборке запасы готовой продукции составили 80% от нормального для этого месяца уровня (месяц назад — 84%).

Самыми большими (в относительном выражении) были запасы у представителей легкой (100%) и пищевой (93%) промышленности, а также у металлургов (89%), а самыми незначительными — у представителей химической промышленности (50%) и в машиностроении (74%).

### **Загрузка производственных мощностей**

В среднем она составила 84% от нормального уровня (в предыдущем опросе — 81%). Около 9% промышленных предприятий работали менее чем на 1/2 своей мощности, и 50% — более чем на 9/10.

Лидируют по загрузке мощностей предприятия химической промышленности (95%), лесопромышленного комплекса (93%) и пищевой отрасли (91%), а самой низкой она была в машиностроении (72%) и у производителей строительных материалов (76%).

### **Загрузка рабочей силы**

Она составила 90% от нормального уровня (в предыдущем месяце — 86%). У 5% предприятий выборки рабочая сила была занята менее чем на 1/2, а у 71% ее загрузка составила более 9/10.

### **Финансовое положение**

Около 5% респондентов оценили финансовое положение своих предприятий как «хорошее», 71% посчитали его «нормальным» и 24% оценили его как «плохое». (См табл. 1.)

### **Факторы, ограничивающие капиталовложения (за 6 месяцев)**

На высокие цены на оборудование и строительство, как на одну из главных причин, сдерживающих капвложения, указали 51% участников опроса, на нехватку финансовых средств у предприятий — 49%, а на неясность общей обстановки — 34% руководителей. Меньшее значение имели высокий банковский процент — 20% и низкая прибыльность инвестиционных проектов — 17%. Меньше всего ог-

раничивали капвложения большая задолженность — 5% и избыток производственных мощностей — 2%.

Высокие цены на оборудование и строительство чаще других беспокоили представителей химической промышленности (100%), лесопромышленного комплекса (75%) и пищевой отрасли (67%). Чаще всего на нехватку финансовых средств для капитальных вложений указывали представители лесопромышленного комплекса (75%), производители строительных материалов (57%), представители пищевой и легкой промышленности (по 50%). Неясность общей обстановки чаще всего отмечали представители химической промышленности (67%), легкой, пищевой промышленности и лесопромышленного комплекса (по 50%). Дороговизна кредитов наиболее остро ощущалась в лесопромышленном комплексе (50%), в химической промышленности (33%) и производителями строительных материалов (29%). Малая прибыльность инвестиционных проектов сдерживала капвложения сильнее всего на предприятиях, работающих в сфере металлургии (29%) и машиностроения (27%).

## ПРОГНОЗЫ НА МАЙ 2021 г.

### Цены

Подорожание своей продукции к маю 2021 г. (по сравнению с февралем 2021 г.) предсказывают 44% респондентов, 51% не ждут изменений, а у 5% цены снизятся.

Соответствующие оценки для приобретаемых товаров: 68, 29 и 2%.

Средний по выборке ожидаемый к маю 2021 г. прирост цен составит 5%, в том числе 2% для производимой и 8% для покупаемой продукции.

Больше всего неблагоприятных ценовых сдвигов опасаются представители химической промышленности: их оценки трехмесячного роста «входящих» цен на 27 п.п. превышают оценки роста «выходящих» цен. Для остальных отраслей этот разрыв ожидается в промежутке от 0 до 8 пунктов.

### Заработная плата

Ее повышения ожидают 39%, понижения — 12% и сохранения на прежнем уровне — около 49% предприятий, охваченных опросом.

Общий трехмесячный прогноз по выборке: заработная плата увеличится на 1%.

Таблица 1

Отраслевые показатели за февраль 2021 г., в % (нормальный месячный уровень=100%)

	Загрузка производственных мощностей	Загрузка рабочей силы	Запасы готовой продукции	Заказы	Задолженность банкам	Финансовое положение*
Черная и цветная металлургия	90	94	89	91	68	71
Машиностроение и металлообработка	72	81	74	76	100	82
Химия и нефтехимия	95	98	50	90	63	100
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность	93	100	80	119	58	100
Производство стройматериалов	76	84	76	67	53	57
Легкая промышленность	85	88	100	78	95	50
Пищевая промышленность	91	94	93	97	98	67
<b>ПРОМЫШЛЕННОСТЬ</b>	<b>84</b>	<b>90</b>	<b>80</b>	<b>86</b>	<b>85</b>	<b>76</b>
АГРОСЕКТОР	87	83	63	76	44	70

\* — Доля предприятий с «хорошим» или «нормальным» финансовым положением, %.

Источник: опросы РЭБ.

### **Занятость и производство**

Сокращения занятости на своих предприятиях ожидают около 20% участников опроса, у 61% она не изменится и у оставшихся 20% — возрастет.

Падение производства на своих предприятиях предполагают 28% респондентов, рост — 40%, остальные 33% не предвидят особых изменений.

### **Портфель заказов**

Ожидается, что он пополнится примерно у 38%, не изменится — у 53% и «похудеет» — у 10% предприятий. Чаще всего роста заказов ожидали производители строительных материалов (71%), в машиностроении (50%) и металлургии (43%).

### **Инвестиции**

По сообщению 31% респондентов, оборудование на их предприятиях не закупалось и в ближайшие три месяца закупаться не будет. По остальной части выборки закупки увеличатся на 7%.

### **Задолженность банкам**

Ожидается, что через три месяца задолженность возрастет у 19% предприятий выборки, не изменится — тоже у 19% и у 22% — уменьшится. Остальные — 41% производителей — не пользуются банковским кредитом. Средняя ставка, по которой предвидится получение рублевых кредитов, — 8% годовых.

### **Финансовое положение**

Через три месяца его улучшения ожидает 31% предприятий, 10% предполагают его ухудшение и примерно у 59% оно не изменится. (См. табл. 2.)

## **СЕКТОРА ОБРАБАТЫВАЮЩЕЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ**

*(Производство потребительских товаров — сектор 1, производство инвестиционных товаров — сектор 2)*

### **Цены**

В феврале 2021 г. по сравнению с предыдущим месяцем ухудшение соотношения «своих» и «чужих» цен отметили 64% производителей потребительских товаров и 29% — инвестиционных. Ощутивших улучшение в первом секторе не оказалось, а во втором таковых было 12%.

Предполагается, что к маю 2021 г. цены увеличатся на 4% в секторе потребительских товаров и на 2% — в секторе инвестиционных. Цены на покупаемую продукцию, по прогнозам руководителей предприятий, возрастут на 7% в первом и на 13% — во втором секторе.

### **Загрузка производственных мощностей**

В феврале 2021 г. она составила 89% в потребительском и 79% — в инвестиционном секторе.

### **Портфель заказов**

Этот показатель составил 94% от нормального месячного уровня в первом и 80% — во втором секторе.

Роста заказов через три месяца ожидают 27% предприятий потребительского и 44% инвестиционного сектора, а уменьшения — 18% в первом и 6% во втором секторе.

### **Финансовое положение**

Как «плохое» в феврале 2021 г. его оценили 36% производителей потребительского и 18% инвестиционного сектора, как «нормальное» — 55% предприятий в первом и 82% во втором секторе. В потребительском секторе 9% руководителей считают финансовое состояние своего предприятия «хорошим»; в инвестиционном секторе таких предприятий не оказалось.

К маю 2021 г. ожидают улучшения своего финансового состояния 45% производителей потребительского сектора и 20% предприятий инвестиционного. Опасаются ухудшения ситуации 9% в первом и 13% во втором секторе.

## СРАВНЕНИЕ ФЕВРАЛЯ 2021 г. С ФЕВРАЛЕМ 2020 г.

### Соотношение цен и издержек

Баланс оценок динамики «входящих» и «выходящих» цен ухудшился: неблагоприятный для своих предприятий сдвиг ценовых пропорций год назад отметили 24% респондентов, а благоприятный – 2%.; в феврале 2021 г. таковых было 34 и 7% соответственно.

### Заработная плата

Год назад о ее повышении сообщали 23%, о снижении – 21% предприятий; ныне – 22 и 17% соответственно.

### Занятость и производство

Пропорция между предприятиями, где численность персонала сократилась и увеличилась, в феврале 2020 г. составила 25:14, а в феврале 2021 г. – 10:10.

Аналогичные соотношения по выпуску составили: в 2020 г. – 39:41, а в 2021 г. – 38:36.

### Инвестиции

Уменьшилась доля предприятий, не покупающих оборудование в течение двух и более месяцев подряд: с 35% в феврале 2020 г. до 32% ныне.

### Кредит

Относительная задолженность банкам предприятий-должников за год возросла на 12 п.п.: с 73% (от нормального месячного уровня) в феврале 2020 г. до 85% в феврале 2021 г. При этом доля предприятий, регулярно пользующихся банковским кредитом, за это время сократилась на 3 п.п.: с 62% в 2020 г. до 59% ныне.

### Портфель заказов

В худшую сторону изменился баланс предприятий по динамике портфеля заказов: год назад пропорция между числом предприятий с пополнившимся портфелем и похудевшим составляла 31:18, а ныне – 24:17. Его относительная наполненность за это время увеличилась на 4 п.п.: с 82% в 2020 г. и 86% до 2021 г. (счи-

Таблица 2

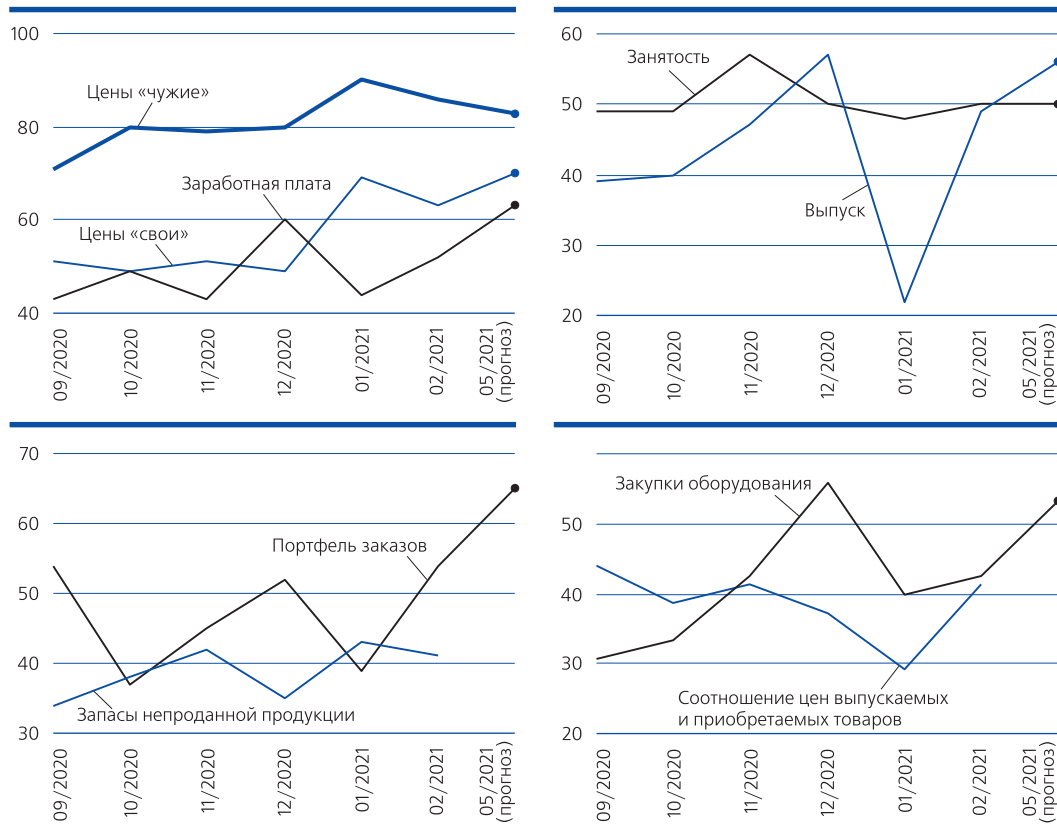
Отраслевые прогнозы на май 2021 г., в % (февраль 2021 г.=100%)

	Цены «свои»	Цены «чужие»	Заработная плата	Занятость	Закупки оборудования	Банковский процент*	Финансовое положение**	Портфель заказов**
Черная и цветная металлургия	102	110	102	100	100	11	71	72
Машиностроение и металлообработка	101	108	100	100	114	7	55	75
Химия и нефтехимия	104	131	102	100	101	5	33	49
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность	102	106	99	100	100	9	50	37
Производство стройматериалов	102	104	101	96		14	71	86
Легкая промышленность	109	109	102	101	100	7	25	25
Пищевая промышленность	102	103	102	101	120	10	75	50
<b>ПРОМЫШЛЕННОСТЬ</b>	102	108	101	100	107	8	61	65
АГРОСЕКТОР	-	-	-	-	100	7	60	75

\* – Ожидаемый процент на привлекаемые банковские кредиты в годовом исчислении.

\*\* – Диффузный индекс: доля предприятий (%), чей показатель к маю 2021 г. улучшится (увеличится).

Источник: опросы РЭБ.

**Диффузные индексы, в %**

**Таблица 3**
**Диффузные индексы: предприятия с растущими показателями (по сравнению с предыдущим месяцем), в %\***

	09/20	10/20	11/20	12/20	01/21	02/21	05/21 (прогноз)**
Цены «свои»	51	49	51	49	69	63	70
Цены «чужие»	71	80	79	80	90	86	83
Зарплата	43	49	43	60	44	52	63
Занятость	49	49	57	50	48	50	50
Выпуск	39	40	47	57	22	49	56
Портфель заказов	54	37	45	52	39	54	65
Запасы непроданной продукции	34	38	42	35	43	41	-
Соотношение цен выпускаемых и приобретаемых товаров	38	34	36	33	27	36	-
Закупки оборудования	28	30	37	47	35	37	45

\* – Диффузный индекс (D) определяется по формуле  $D = (A + 0,5 \cdot B) \cdot 100\% / N$ , где А – число предприятий, сообщивших об увеличении/улучшении показателя; В – число предприятий, у которых он остался примерно на том же уровне; N – общее число ответивших.

\*\* – Май 2021 г. по сравнению с февралем 2021 г.

Источник: опросы РЭБ.

тая от нормального месячного уровня, соответствующего 100%).

### Запасы готовой продукции

В лучшую сторону изменилось соотношение числа предприятий, где происходило накопление и сокращение таких запасов: в феврале 2020 г. оно равнялось 15:29, а в феврале 2021 г. — 9:28. При этом относительный объем запасов за год уменьшился на 11 п.п.: с 91% в 2020 г. до 80% в 2021 г.

### Загрузка производственных мощностей

По сравнению с прошлым годом она увеличилась: с 81% (относительно нормального месячного уровня) в феврале 2020 г. до 84% в феврале 2021 г. При этом число предприятий, работающих менее чем на 1/2 своей мощности, увеличилось на 5 п.п.: с 4% в 2020 г. до 9% в 2021 г.; а доля предприятий, загруженных более чем на 9/10 своих мощностей, увеличилась на 11 п.п.: с 39% в 2020 г. до 50% в 2021 г.

### Загрузка рабочей силы

За год она немного увеличилась: с 88% (от нормального уровня) в феврале 2020 г. до 90% в феврале 2021 г. В 2020 г. на 4% предприятий выборки рабочая сила была занята менее чем на 1/2; ныне таких предприятий оказалось 5%.

### Финансовое положение

Заметно уменьшилась доля финансово благополучных предприятий: с 86% в 2020 г. до 76% в 2021 г.

### Трехмесячные прогнозы

Ожидаемый ежемесячный темп прироста цен увеличился: с +1,3% в феврале 2020 г. до +1,7% в феврале 2021 г.

Основательно улучшился прогноз по балансу портфеля заказов: год назад его пополнения ожидали 30% и 17% предполагали его сокращение; ныне — соответственно 38 и 10%.

В худшую сторону изменились показатели инвестиционной активности предприятий: год

**Таблица 4**  
Изменение трехмесячных прогнозов за 12 месяцев, в %\*

	Цены «свои»	Цены «чужие»	Заработная плата	Занятость	Закупки оборудования**	Банковский процент***
Черная и цветная металлургия	0	+6	+1	0	-4	0
Машиностроение и металлообработка	-1	+2	-1	0	+28	-1
Химия и нефтехимия	+3	+24	+1	0	-14	-4
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность	0	-1	-1	+1	+17	-2
Производство стройматериалов	+2	-1	+3	+1	-	+11
Легкая промышленность	+4	-3	+2	+4	-	-4
Пищевая промышленность	0	+2	0	-1	-48	-3
<b>ПРОМЫШЛЕННОСТЬ</b>	0	+2	+1	0	+8	-1
<b>АГРОСЕКТОР</b>	-	-	-	-	0	+2

\* – Приведены разности между оценками трехмесячных изменений, предсказанных респондентами в феврале 2021 г. и в феврале 2020 г.

\*\* – Реальный объем закупок оборудования.

\*\*\* – Ожидаемый процент на привлекаемые банковские кредиты в годовом исчислении: изменения абсолютного уровня за 12 месяцев (процентные пункты).

Источник: опросы РЭБ.

назад около 25% предприятий не закупили и не собирались (в течение трех месяцев) закупать оборудование; ныне их доля составила 31%.

Что касается банковской задолженности, то год назад 16% предприятий ожидали ее роста, а 13% – сокращения; в феврале 2021 г.

эти показатели составили 19 и 22% соответственно.

И наконец, прогнозы финансового состояния: год назад его улучшения в течение трех месяцев ожидали 30%, а ухудшения – 20% предприятий; ныне эти показатели составили 31 и 10% соответственно. (См. табл. 4.) ■

### Survey of Current Business (February-May 2021)

**Sergey P. Aukutsionek** – Head of Center for Transition Economy Studies, Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Russian Academy of Sciences, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: reb@imemo.ru

**Andrey S. Yegorov** – Senior Researcher of the Center for Transition Economy Studies, Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Russian Academy of Sciences, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: andrese@mail.ru

**Inessa A. Bachirova** – Senior Researcher of the Center for Transition Economy Studies, Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Russian Academy of Sciences (Moscow, Russia). E-mail: bachirova@imemo.ru

**Tatyana V. Serzhantova** – Senior Researcher of the Center for Transition Economy Studies, Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Russian Academy of Sciences (Moscow, Russia). E-mail: serzhantova@imemo.ru

*In February 2021, the diffusion index of three-month expectations for the prices of manufactured products, which had significantly increased in the past few months, decreased by 12 percentage points, while the similar price index for purchased products lost only 6 points. The current price indices also showed a decrease, but a more moderate one. The index of three-month expectations of financial condition increased significantly (by 15 pp). It reached 61%; last time it was so high in 2015. Expectations for the diffusion index of order book level reached a three-year maximum.*

**Key words:** Russia, industry, industrial enterprises, price level, wages, employment, output, investment, indebtedness to banks, order-book level, stocks of finished products, capacity utilization rate, financial situation, production restrictive factors.

**JEL-codes:** D22, D24, G31, L23, P23.

# Финансовый сектор

## ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА В ПЕРВОМ КВАРТАЛЕ 2021 г.

С. А. ЗУБОВ

*В первом квартале 2021 г. банки заблаговременно сформировали резервы в необходимом для них объеме. Поэтому резкого снижения прибыли в связи с постепенной отменой послаблений в части формирования резервов по крупным корпоративным кредитам не произошло. Тем не менее по сравнению с 2020 г. следует ожидать некоторого ухудшения показателя банковской рентабельности. Причина — возможное сокращение кредитного предложения в условиях роста кредитных рисков и уменьшения доходов от валютной переоценки в связи с укреплением рубля.*

**Ключевые слова:** российский банковский сектор, финансовые результаты банков, прибыль банков, рентабельность банков.

**JEL:** D81, E58, G21.

В начале 2021 г. в России функционировали 406 кредитных организаций, а к 1 апреля их число сократилось до 398. 294 банка были прибыльными (на начало года — 321), убыточными — 101 (85). Совокупная прибыль зафиксирована на уровне 577,6 млрд руб., что на 5,6% меньше, чем за первый квартал 2020 г., когда этот показатель составил 611,7 млрд руб.

В целом российский банковский сектор остается одним из самых рентабельных. (См. рисунок.)

Банк России зафиксировал существенный прирост чистого процентного дохода (ЧПД)<sup>1</sup> за первый квартал 2021 г. по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года — с 851 до 921 млрд руб.<sup>2</sup> Однако начисленные процентные доходы по размещенным средствам (кредиты, депозиты, долговые ценные бумаги и прочие размещенные средства и приобретенные права требования) сократились по сравнению с уровнем первого квартала 2020

г. на 5,5%. Несмотря на существенный прирост совокупного кредитного портфеля, снижение зафиксировано как по кредитам гражданам (на 0,7%), так и по кредитам негосударственным коммерческим организациям (на 13,7%). Такая ситуация во многом связана с уменьшением рыночных процентных ставок и большим количеством льготных кредитов в портфелях банков.

В целом прирост ЧПД был обеспечен сокращением процентных расходов по вкладам, депозитам и другим привлеченным ресурсам; общее их снижение составило 18,6% (за соответствующий период предыдущего года оно равнялось 11,5%), что свидетельствует об успешной оптимизации банковских расходов в условиях сжатия процентной маржи.

Так, например, с начала 2020 г. банки активно предлагали населению накопительные счета как альтернативу срочным депозитам<sup>3</sup>. В результате процентные расходы по средст-

*Зубов Сергей Александрович, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук, доцент (Москва), e-mail: zubov@ier.ru*

<sup>1</sup> ЧПД (чистый процентный доход) — разница между полученными процентами по размещенным средствам (кредиты, вложения в облигации и векселя и т.д.) и уплаченными процентами по привлеченным ресурсам (вклады, депозиты, выпуск облигаций и векселей и т.д.).

<sup>2</sup> URL: [https://cbr.ru/Collection/Collection/File/32231/presentation\\_20210426.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/32231/presentation_20210426.pdf)

<sup>3</sup> Накопительный счет открывается на неопределенное время, сроки хранения средств на нем не устанавливаются, при этом банк не гарантирует неизменность ставки (нередко доходность зависит от транзакционной активности клиента по картам

вам на счетах планомерно росли в течение последних 12 месяцев (прирост по отношению к первому кварталу предыдущего года составил 43,6%). Одновременно банковские процентные расходы по депозитам граждан сократились на 35,9%; при этом общее снижение процентных расходов (суммарно по счетам и депозитам населения) за год составило 27,9%.

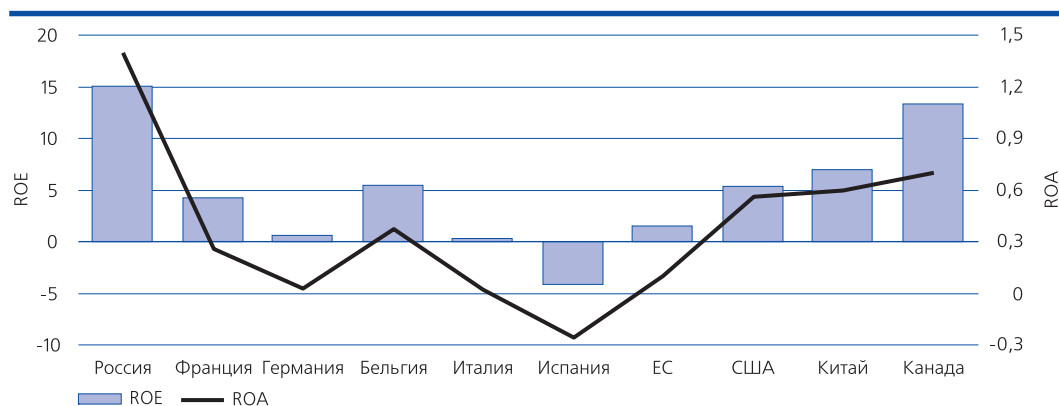
Вместе с тем зафиксирован прирост комиссионных доходов по операциям с размещенными средствами на 37,1%. Данный вид доходов включает комиссии за открытие и ведение счетов, смс-уведомления, страховки, платежи за снижение ставок и другие виды доходов. Таким образом, тенденция компенсации низких процентных ставок наращиванием комиссионных доходов стала еще более очевидной (год назад прирост данного вида дохода составлял 14,1%).

Доходы от операций с ценными бумагами складывались в зависимости от их вида. Общий доход от операций с долговыми ценными бумагами сократился в годовом выражении на 34,3%, что вызвано в первую очередь

снижением рыночных процентных ставок и, как следствие, процентного и купонного дохода. В то же время по операциям с долевыми ценными бумагами (акции, паи) общий доход вырос на 33,7%, что связано с расширением фондового рынка в течение последних месяцев. Еще один фактор увеличения дохода по долевым бумагам – рост курсовой стоимости акций. Доходы в форме дивидендов, напротив, существенно уменьшились – на 60,4%, тогда как дивиденды по акциям дочерних и зависимых компаний выросли на 114%. Последнее объяснялось приростом этого вида дохода у трех банков: «Открытие» (53%), Сбербанк (37%) и «ХКФ банка» (7%).

Чистый доход от операций с производными финансовыми инструментами и операциями хеджирования уменьшился на 33,1%, что обусловлено главным образом стабилизацией курса рубля (традиционно наиболее распространенными и доходными являются инструменты с иностранной валютой в качестве базисного актива).

**Показатели рентабельности банковского капитала (ROE) и рентабельности банковских активов (ROA) по странам по состоянию на 1 января 2021 г., в %**



Источник: Банк России. URL: [http://www.cbr.ru/banking\\_sector/otchetnost-kreditnykh-organizacij/](http://www.cbr.ru/banking_sector/otchetnost-kreditnykh-organizacij/); European Central Bank. Supervisory Banking Statistics, Fourth quarter 2020. URL: [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.supervisorybankingstatistics\\_fourth\\_quarter\\_2020\\_202104-5f2a05de9f.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.supervisorybankingstatistics_fourth_quarter_2020_202104-5f2a05de9f.en.pdf); URL: <https://www.macrotrends.net/>

банка, объема остатка на накопительном счете или от каких-либо других условий). Как правило, банки не предоставляют клиентам возможности использовать накопительные счета для расчетов, что отличает их от расчетных/карточных счетов; в некоторых случаях банки требуют поддержания фиксированного остатка по накопительному счету.

Доходы по операциям с валютой и драгоценными металлами сократились относительно первого квартала 2020 г. на 43%. Снижение темпов падения курса рубля по отношению к доллару и временное укрепление рубля по отношению к евро в первые три месяца текущего года существенным образом сказались на банковских результатах: при общем падении доходов и расходов по операциям с иностранной валютой и драгоценными металлами и их переоценке зафиксирован чистый отрицательный результат в размере 146,6 млрд руб. (на 01.04.2021 г. данный показатель был положительным и составлял 119,2 млрд руб.), что практически полностью объясняется отрицательной переоценкой средств в иностранной валюте, тогда как операции купли-продажи валюты приносят банкам незначительный доход (16,6 млрд руб. по операциям купли-продажи валюты в наличной и безналичной формах). Снижение цен на золото также негативно повлияло на результат деятельности банков: по операциям купли-продажи и от переоценки драгметаллов в рассматриваемый период был зафиксирован отрицательный результат в размере 17,0 млрд руб.

Прирост расходов, связанных с обеспечением деятельности кредитных организаций, остается на относительно невысоком уровне. Расходы на содержание персонала выросли на 6,3% (годом ранее — рост на 2,8%), по операциям с основными средствами они сократились на 1,3% (снижение на 0,7%), организационные и управленческие расходы — уменьшились на 0,4% (снижение на 5,3%). В дальнейшем банки продолжают внедрение современных методов оптимизации затрат, и их доля в общем объеме расходов будет снижаться.

В ближайшее время не следует ожидать существенного повышения маржинальности

банковского сектора. Российские банки вынуждены проявлять склонность к снижению риск-аппетита по кредитным операциям и аккуратно подходят к оценке кредитного риска в условиях падения реальных располагаемых доходов населения и неполного восстановления деятельности предприятий малого и среднего бизнеса. Несмотря на ожидаемый рост ставок как по кредитам, так и по депозитам, объемы банковских операций будут расти невысокими темпами. Это будет во многом определяться стимулирующей политикой ЦБ РФ в виде льготного кредитования (например, за счет программы «ФОТ 3.0») и предоставления банкам временных регуляторных послаблений в отношении создания резервов на возможные потери по ссудам.

Решающее влияние на финансовые результаты станет оказывать качество кредитного портфеля, т.е. уровень просроченной задолженности и необходимость осуществления дополнительного резервирования после отмены послаблений Банка России. Вероятно, банки будут стремиться компенсировать отсутствие существенного прироста чистого процентного дохода наращиванием операций, приносящих комиссионные доходы, и сокращением собственных операционных расходов.

На финансовые результаты банков будет оказывать определенное влияние и ситуация на валютном рынке. В связи с тем, что на протяжении последних месяцев наблюдается отток средств с валютных депозитов, в то время как объемы валютных активов банков остаются стабильными, в случае снижения курса рубля кредитные организации снова получат возможность зарабатывать на положительной валютной переоценке. ■

## **Financial Results of the Banking Sector in Q1 2021**

**Sergey A. Zubov** – Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor (Moscow, Russia). E-mail: zubov@iep.ru

*In Q1 2021, banks formed reserves in advance in the required amount. Therefore, there was no sharp decline in profits owing to the gradual abolition of easing in terms of the formation of reserves for large corporate loans. Nevertheless, compared to 2020, we should expect a slight deterioration in the bank profitability. The reason is a possible reduction in the credit supply amidst growing credit risks and a decrease in income from currency revaluation due to the strengthening of the ruble.*

**Key words:** Russian banking sector, banks' financial results, banks' profit, banks' profitability.

**JEL-codes:** D81, E58, G21.

# Цифровая экономика

## ЦИФРОВОЙ РУБЛЬ: РИСКИ И ВЫГОДЫ

Е. В. СИНЕЛЬНИКОВА-МУРЫЛЕВА

*Опубликованная Банком России концепция эмиссии и обращения цифрового рубля предполагает активное выполнение кредитными организациями функций посредников между конечными пользователями и платформой цифрового рубля. В связи с этим остаются актуальными риски оттока депозитов из банковского сектора, усиления роли регулятора в платежно-финансовом секторе, а также широкий набор технологических рисков вследствие необходимости построения новой разветвленной системы платежей на базе технологии распределенного реестра.*

*Концепция цифрового рубля закрепляет значимые преимущества его использования: снижение издержек совершения платежей и повышение доступности финансовых услуг для граждан и бизнеса за счет использования офлайн-режима транзакций и применения смарт-контрактов. Для оценки соотношения рисков и выгод от использования цифрового рубля Банк России планирует поэтапный запуск пилотного проекта своей цифровой валюты.*

**Ключевые слова:** цифровой рубль, риски использования цифрового рубля, модели цифровых валют Центрального банка, Банк России.

**JEL:** E41, E58, G21.

В октябре 2020 г. Банк России выпустил Доклад для общественных консультаций, посвященный проекту цифрового рубля<sup>1</sup>. Документ получил широкий отклик и в профессиональном сообществе; продолжением его обсуждения стала опубликованная Банком России в апреле 2021 г. «Концепция цифрового рубля», в которой раскрываются принципы эмиссии цифровой валюты ЦБ РФ в рамках двухуровневой розничной модели<sup>2</sup>.

На текущий момент Банк России отказался от использования модели оптовых цифровых валют Центрального банка (ЦВЦБ), доступ к которым предоставляется исключительно финансовым посредникам, и от моделей розничных ЦВЦБ, ограничивающих активное участие финансовых посредников при открытии кошельков клиентам и обращении цифрового рубля. Выбор розничной двухуровневой модели реализации цифрового рубля, в которой финансовые посредники выполняют роль уча-

стников расчетов, снижает риски для существующей двухуровневой банковской системы.

Модель эмиссии цифрового рубля (новой формы обязательства ЦБ РФ), представленная регулятором, предполагает открытие Банком России кошельков финансовым организациям и Федеральному казначейству. Открытие кошельков клиентам (гражданам и бизнесу) на платформе цифрового рубля и осуществление расчетов по ним будут проводиться финансовыми организациями путем выполнения ими соответствующих поручений клиентов. После направления в коммерческий банк заявления от клиента на пополнение цифрового кошелька банк списывает средства со счета клиента и зачисляет цифровые рубли со своего кошелька на кошелек клиента на платформе цифрового рубля, которая отправляет клиенту соответствующее уведомление о зачислении средств. Поручения на перевод средств между двумя клиентами осуществляются ана-

*Синельникова-Мурылева Елена Владимировна, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук, доцент, e-mail:sinelnikova@ranepa.ru*

<sup>1</sup> Цифровой рубль. Доклад для общественных консультаций / Банк России. Октябрь 2020 г.

<sup>2</sup> Концепция цифрового рубля / Банк России. Апрель 2021 г.

логичным образом с участием кредитных организаций и платформы цифрового рубля.

Именно такая модель является, по всей видимости, оптимальной с учетом развитой банковской сети в России, поскольку позволит в полной мере использовать существующую институциональную инфраструктуру и налаженные отношения «банк-клиент», а также станет препятствовать существенному снижению роли банковского сектора в платежно-финансовой системе. Однако приобретение клиентами банков цифровых рублей, в отличие от перевода средств со срочных депозитов на депозиты до востребования и расчетные счета, будет приводить к сокращению балансов коммерческих банков, уменьшая их возможности по кредитованию.

При этом данная модель освобождает Центральный банк от непосредственного взаимодействия с конечными пользователями цифрового рубля (гражданами и бизнесом) и снимает с регулятора бремя масштабной работы по открытию и ведению цифровых кошельков, осуществлению платежных поручений клиентов, идентификации клиентов, проведению процедур, подразумеваемых валютным законодательством. Соответствующие задачи будут решаться кредитными организациями. Для конечных пользователей цифрового рубля такой формат работы с новым видом обязательства ЦБ РФ также является достаточно удобным, поскольку опирается на привычное взаимодействие с коммерческими банками.

Столь активное включение коммерческих банков в систему эмиссии и обращения цифрового рубля ставит вопрос о том, в какой степени такая деятельность будет для них экономически оправданной. К наиболее значимым стимулам для коммерческих банков участвовать в проекте цифрового рубля можно отнести возможность сохранить и укрепить отно-

шения с существующими клиентами, привлечь новых клиентов, а также получить доход от выполнения их поручений по открытию цифровых кошельков и совершению платежей. В то же время на текущий момент нет информации о том, кто будет нести расходы по адаптации банковской инфраструктуры к работе с платформой цифрового рубля, а также о разделении тарифа, оплачиваемого клиентами за совершение платежей при помощи цифрового рубля, между Банком России и коммерческими банками.

«Концепция цифрового рубля» предполагает закрепление следующих его конкурентных преимуществ по сравнению с другими способами осуществления платежей:

1. Сокращение издержек на осуществление платежей, поскольку выбранная модель реализации предполагает, что стоимость транзакций с использованием цифрового рубля будет «не выше, чем в Системе быстрых платежей»<sup>3</sup>. Тарификация платежей будет осуществляться по единым правилам, что сделает использование цифрового рубля для совершения платежей в среднем дешевле, чем использование безналичного рубля.

2. Повышение финансовой доступности для экономических агентов как за счет возможности проведения платежей цифровыми рублями в офлайн-режиме (что актуально для территорий с неполным и/или неустойчивым интернет-покрытием), так и возможности использовать надстройки к цифровому рублю по типу смарт-контрактов.

3. Усиление конкуренции в банковском секторе вследствие более легкого перевода денежных средств между разными кредитными организациями при помощи цифрового рубля (в предположении об отсутствии жестких лимитов и ограничений на объем и число переводов средств из одной формы рубля в другую)<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Концепция цифрового рубля / Банк России. Апрель 2021 г.

<sup>4</sup> Мы предполагаем, что с помощью мобильных приложений банков клиент может перевести безналичные рубли, которые он хранит в банке, в цифровые рубли, а затем перевести цифровые рубли в безналичные рубли в другом банке. Это возможно, поскольку кошелек с цифровыми рублями будет доступен клиенту одновременно во всех приложениях банков, в которых он обслуживается.

Одним из основных рисков эмиссии цифрового рубля в рамках заявленной модели является отток ликвидности из банковского сектора. Запуск цифрового рубля приведет к сокращению депозитов коммерческих банков, так как экономические агенты переведут часть своих депозитов, которые они держат с целью осуществления платежей, в цифровой рубль. Вместе с тем отсутствие выплаты процентов по цифровому рублю нивелирует часть потенциальных рисков и проблем. В частности, цифровой рубль не будет конкурировать со срочными депозитами и инвестиционными/сберегательными инструментами.

При этом вероятность масштабного вытеснения текущих счетов цифровым рублем, скорее всего, невысока (по крайней мере, на первых этапах его запуска), поскольку в настоящее время многие экономические агенты используют накопительные счета, на остаток по которым выплачивается процент, и при этом возможно снятие и зачисление средств в любой момент. Кроме того, система частных банков в России в целом характеризуется достаточно высоким уровнем доверия со стороны населения с точки зрения осуществления расчетов и проведения платежей, что также будет препятствовать масштабному оттоку депозитов до востребования из банковской системы.

Масштабы эмиссии цифрового рубля первоначально планируются небольшие. В то же время итоговый эффект от введения цифрового рубля для ликвидности банковского сектора неочевиден. Несмотря на профицит ликвидности в банковском секторе, Банк России не исключает сценария, при котором переток депозитов в ЦВЦБ может спровоцировать дефицит ликвидности.

Снижение пассивов банковского сектора потенциально может привести к уменьшению масштабов кредитования и/или удорожанию кредитов. Рост ставки по кредитам теоретически может стать причиной того, что банки будут вынуждены участвовать в более рискованных проектах и, возможно, брать на себя избыточные риски. В результате могут сократиться

инвестиции и потребление товаров длительного пользования. И хотя на практике соответствующие эффекты, по всей видимости, окажутся незначительными, уменьшение балансов коммерческих банков из-за оттока депозитов также создает риски дезинтермедиации, т.е. ослабления роли кредитных организаций как финансовых посредников, осуществляющих взаимодействие сберегателей и заемщиков.

Принимая во внимание возможный дефицит ликвидности в банковском секторе вследствие эмиссии цифрового рубля, Банк России заявляет о том, что будет предоставлять банкам дополнительную ликвидность в необходимом объеме. Между тем чрезмерная зависимость коммерческих банков от средств ЦБ РФ может вызвать усиление роли Банка России как игрока в банковском секторе и на финансовом рынке.

Помимо рисков дефицита ликвидности банковского сектора появление цифрового рубля, с учетом сложно организованной двухуровневой системы его эмиссии и обращения, сопряжено с технологическими рисками. Речь идет о возможной нехватке мощности распределенного реестра для проведения платежей, о рисках потери конфиденциальности соответствующих пользователей, сложности реализации офлайн-режима работы цифрового рубля, а также о необходимости подготовки технической инфраструктуры как на стороне Банка России и коммерческих банков, так и на стороне граждан и бизнеса. При этом уровень надежности новой платежной платформы Банка России должен быть не ниже, чем у существующих сегодня на территории страны платежных систем и сервисов, а готовность противостоять компьютерным атакам — выше, что является существенным вызовом. Еще одна группа рисков сосредоточена в юридической плоскости, поскольку эмиссия цифрового рубля потребует доработки действующего законодательства.

Говоря о возможных последствиях эмиссии цифрового рубля для денежно-кредитной политики, необходимо отметить два важных момента.

Во-первых, введение цифрового рубля за счет обмена на резервы коммерческих банков и с учетом сокращения объема банковских депозитов приведет к снижению денежного мультипликатора (аналогично росту доли наличности в денежной массе). Снижение мультипликации, в свою очередь, потребует адаптации используемых моделей при оценке последствий проводимой монетарной политики<sup>5</sup>.

Во-вторых, некоторое ослабление банков как финансовых посредников вследствие сни-

жения величины депозитов в банковском секторе чревато уменьшением работоспособности банковских каналов денежно-кредитной трансмиссии. Отметим, что по аналогии с наличностью кредитование банков со стороны ЦБ РФ цифровыми рублями не предусмотрено. Внедрение цифрового рубля также требует от регулятора большей опоры на иные каналы (например, на процентный канал) и, в частности, работы по усилению информационного канала взаимодействия с рынком. ■

### Digital Ruble: Risks and Benefits

**Elena V. Sinelnikova-Muryleva** – Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor (Moscow, Russia). E-mail: sinelnikova@ranepa.ru

*The concept of the emission and circulation of the digital ruble published by the Bank of Russia, suggests the active implementation of the intermediary functions between the end users and the digital ruble platform by credit institutions. In this regard, the risks of an outflow of deposits from the banking sector, strengthening of the regulator's role in the payment and financial sector, as well as a wide range of technological risks due to the need to build a new ramified payment system based on distributed ledger technology remain relevant.*

*The concept of digital ruble consolidates the significant advantages of its circulation: reducing the costs of making payments and increasing the availability of financial services for individuals and businesses through the use of the offline transactions and smart contracts. To assess the balance of risks and benefits from using the digital ruble, the Bank of Russia plans a phased launch of a pilot project for its digital currency.*

**Key words:** digital ruble, risks of using digital ruble, models of digital currencies of the Central Bank, Bank of Russia.

**JEL-codes:** E41, E58, G21.

<sup>5</sup> Грищенко В.О. Денежный мультипликатор в современных финансовых системах // Деньги и кредит. 2017. № 9. С. 10–17. / Grishchenko V.O. Money multiplier in modern financial systems // Money and Credit. 2017. No. 9. Pp. 10–17.

---

# Инфраструктура

## РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИИ: ТРЕБУЕТСЯ ПРОРАБОТКА НОРМАТИВНОЙ БАЗЫ И ИНСТРУМЕНТОВ ПОВЫШЕНИЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ

Ю. А. ПЛЕСКАЧЕВ  
Ю. Ю. ПОНОМАРЕВ  
К. В. РОСТИСЛАВ

*В статье проведен анализ актуальных изменений параметров инфраструктурных облигаций в России, которые являются распространенным в мировой практике инструментом привлечения частного целевого финансирования на длительные сроки (20–30 лет) для реализации инфраструктурных проектов, когда возможность применения других инструментов поиска средств затруднена. С опорой на обзор развития рынка инфраструктурных облигаций в зарубежных странах и ретроспективную и современную российскую практику выделены основные критерии, обеспечивающие привлекательность инфраструктурных облигаций, названы возможные проблемы и сформулированы рекомендации для развития инфраструктурных облигаций в России.*

*Статья подготовлена в рамках выполнения научно-исследовательской работы государственного задания РАНХиГС.*

**Ключевые слова:** инфраструктурные облигации, развитие инфраструктуры.

**JEL:** E60, H50, H54.

### Инфраструктурные облигации в мировой практике: понятие и примеры использования

Развитие инфраструктуры является одним из ключевых факторов, определяющих потенциал роста экономики [15], способствует сокращению экономического неравенства и снижению уровня бедности. Необходимость вложений в инфраструктуру общепризнана исследователями и экспертными сообществами, органами власти, однако среди особенностей таких инвестиций можно выделить следующие [18]:

1. Сложность корректной оценки полного социально-экономического эффекта от реализации инфраструктурного проекта. Несмотря на то что прямые выплаты владельцу инфраструктурного объекта могут не покрывать его затрат, косвенные и индуцированные эф-

фекты от реализации проекта могут быть чрезвычайно выгодными для экономики в целом, поскольку могут включать позитивные эффекты от развития инфраструктурных услуг для широкого круга других секторов.

2. Сложность формирования механизмов распределения и привлечения частного финансирования. Инфраструктурные проекты часто включают большое количество сторон и нередко затрагивают сферу естественных монополий – например, автомагистрали или водоснабжение, где сохраняется значительное участие государства, в том числе в целях предотвращения проблем с предоставлением услуг в этих социально значимых сферах. Это требует сложных юридических механизмов для обеспечения надлежащего распределения выплат и распределения рисков для согласования стимулов всех вовлеченных сторон.

---

*Плескачев Юрий Андреевич, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: pleskachuev-ya@ranepa.ru; Пономарев Юрий Юрьевич, директор Центра пространственной экономики РАНХиГС при Президенте Российской Федерации; старший научный сотрудник Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара, канд. экон. наук (Москва), e-mail: ponomarev@iep.ru; Ростислав Кирилл Владимирович, младший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: rostislav-kv@ranepa.ru*

3. Высокая капиталоемкость и большие сроки окупаемости инфраструктурных проектов. Инвестиции в инфраструктуру требуют значительных объемов финансовых вложений, которые окупаются на протяжении многих лет, в то время как начальная фаза инфраструктурного проекта сопряжена с высокими рисками. Кроме того, уникальность инфраструктурных проектов с точки зрения предоставляемых ими услуг снижает ликвидность инвестиций в инфраструктуру. Временной профиль денежных потоков, высокие первоначальные риски и неликвидность делают частные инвестиции в инфраструктуру трудно реализуемыми и дорогостоящими.

Эти и ряд других причин обуславливают сложность привлечения для целей развития инфраструктуры частного финансирования. Сдерживающим развитие инфраструктуры фактором, в силу особенностей таких вложений, часто является отсутствие проработанных должным образом инвестиционных проектов. При этом договорные отношения, подразумевающие распределение рисков и прибылей, формулируются недостаточно четко, что создает неправильное распределение стимулов между различными участниками проекта [18].

Более широкое участие частных инвесторов и разработка экономически рациональных структур финансирования могут смягчить эти проблемы и повысить эффективность и успешность инфраструктурных проектов. Привлечение огромных ресурсов рынков капитала, которые до сих пор могли использоваться в недостаточных объемах, могло бы стимулировать финансирование инфраструктуры. Одним из финансовых инструментов, получивших значительное распространение в ряде стран и позволивших сделать инфраструктуру привлекательной для более широкой группы инвесторов, лучше диверсифицировать риски, стали инфраструктурные облигации.

Несмотря на широкое использование инфраструктурных облигаций в мировой практике, единого нормативного определения этого понятия до сих пор не существует из-за раз-

личий в аспектах применения таких облигаций в разных странах. В качестве консенсуса их определение можно сформулировать следующим образом: *инфраструктурные облигации – отдельный класс облигаций, которые выпускаются национальными или региональными органами власти, государственными либо частными компаниями или организациями для привлечения средств на реализацию конкретных проектов в сфере инфраструктуры (транспортной, социальной, энергетической и др.)*.

Основная цель выпуска инфраструктурных облигаций – привлечение «длинных» денег (20–30 лет), которые необходимы для реализации проектов в этой сфере. При этом характерная черта таких облигаций – гарантия возврата вложенных средств для частных инвесторов со стороны государства либо глубокая отраслевая экспертиза и высокий кредитный рейтинг у организации, выпустившей такие облигации. Гарантии, глубокая экспертиза и надежность эмитента обуславливают высокий кредитный рейтинг по таким облигациям, что, во-первых, позволяет привлекать недорогое финансирование, во-вторых, дает компаниям, выпустившим инфраструктурные облигации, доступ к финансированию со стороны институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний, коммерческих банков), которые, с одной стороны, ограничены вложениями только в самые надежные бумаги, а с другой – являются держателями «длинных» денег, готовыми инвестировать в подобные проекты в отличие от других классов инвесторов.

В мировой практике инфраструктурные облигации получили широкое распространение. Например, Всемирный банк совместно с различными институтами развития выпускает облигации под проекты в области устойчивого развития с 1947 г. [19], а с 2008 г. запустил отдельную программу «зеленых» облигаций, которые по своей сути являются более узким сегментом инфраструктурных облигаций. «Зеленые» облигации Всемирного банка вы-

пускаются для привлечения капитала специально для поддержки проектов, связанных с изменением климата или окружающей среды<sup>1</sup> [20].

Широкое применение инфраструктурные облигации получили в США, Австралии, Чили, Индии, активно использовались в Китае: до 70% всех инфраструктурных проектов в этих странах реализуется на средства, полученные от выпуска инфраструктурных облигаций. Европейский опыт менее богат, однако инфраструктурные облигации здесь также применяются при реализации крупных инфраструктурных проектов. Во Франции инфраструктурные облигации были впервые использованы для строительства стадиона Stade de France при подготовке к чемпионату мира по футболу 1998 г.

Примером инфраструктурных облигаций в США служат revenue bonds, или облигации с выплатой процентов из определенного источника дохода, денежные гарантии по которым обеспечиваются не муниципальными органами власти (как для облигаций под общее обязательство — general obligation bonds), которые их выпускают, а денежным потоком от эксплуатации конкретного проекта (объекта инфраструктуры), для финансирования строительства или реконструкции которого и выпускались облигации [17].

Муниципальные облигации в США обеспечивают около 65% финансирования инфраструктурных проектов. При этом около 65% держателей муниципальных облигаций — это

частные индивидуальные инвесторы, которые покупают такие облигации либо через паевые фонды, либо самостоятельно [11]. С 2010 г. около 60% объема муниципальных облигаций, выпущенных в США, приходится именно на revenue bonds (см. рисунок) [14], а число эмитентов муниципальных облигаций приблизилось к 60 тыс. [9].

Revenue bonds могут выпускаться для создания или расширения различных предприятий, генерирующих доход, включая:

- а) коммунальные услуги водоснабжения и водоотведения;
- б) платные дороги и мосты;
- в) аэропорты, морские порты и другие транспортные узлы;
- г) электростанции и объекты электрогенерации, ряд других объектов.

Revenue bonds, выпускаемые в США, привлекательны тем, что доходы от облигаций штатов не облагаются федеральными налогами. Тогда как в России с 2021 г. отменяются льготы по налогу на купонный доход по облигациям федерального займа (ОФЗ), муниципальным и субфедеральным облигациям, а также выпущенным после 1 января 2017 г. корпоративным облигациям [10].

Для снижения затрат на привлечение финансирования и для повышения кредитного рейтинга может создаваться совместный облигационный фонд, когда несколько муниципалитетов или предприятий коммунального хозяйства принимают решение объединиться в целях совместного финансирования расхо-

<sup>1</sup> «Зеленые» облигации выпускаются и используются:

- муниципальными и региональными властями. Канадская провинция Британская Колумбия, штат США Массачусетс, города Йоханнесбург (ЮАР) и Гетеборг (Швеция) выпускали «зеленые» облигации длительностью от 6 до 32 лет, направленные на повышение энергоэффективности, развитие экологических проектов в сфере общественного транспорта, снижение вредных выбросов в атмосферу, реализацию проектов в области очистки воды, рекультивации земель и др.;
- организациями развития и взаимной торговли. Канадское экспортно-кредитное агентство, немецкий государственный банк KfW использовали «зеленые» облигации на срок от 3 до 5 лет для поддержки проектов в сфере очистки воды и воздуха, а также возобновляемых источников энергии;
- коммунальными организациями. Водопроводно-коммунальное управление округа Колумбия в США и французская энергетическая компания GDF Suez выпускали «зеленые» облигации для финансирования инициатив по очистке рек и возобновляемым источникам энергии;
- банками и корпорациями. Инвестиционный фонд недвижимости Regency Centers Corporation, компания «Тойота», американский Bank of America, голландский ABN AMRO и индийский YES BANK также использовали «зеленые» облигации для финансирования проектов по строительству торговых центров, отвечающих современным экологическим стандартам, выпуска автомобилей с гибридными двигателями, реализации проектов в области ветровой и солнечной энергетики и ряда других.

дов по подготовке и организации выпуска облигаций. При этом общие облигации выпускаются на сумму, равную сумме общих потребностей в финансировании [11].

В Европе для выпуска инфраструктурных облигаций муниципалитеты создают кооперативные долговые агентства (*local government funding agency*), которые предоставляют региональным и муниципальным властям доступ к рынкам капитала для финансирования государственных инвестиционных проектов. Данные организации выпускают облигации или выдают кредиты от имени всех своих членов, которые в равной степени отвечают в случае неплатежеспособности одного из участников [11].

Муниципальные долговые агентства успешно функционируют в Норвегии, Швеции, Финляндии и Голландии. Основные преимущества такого механизма:

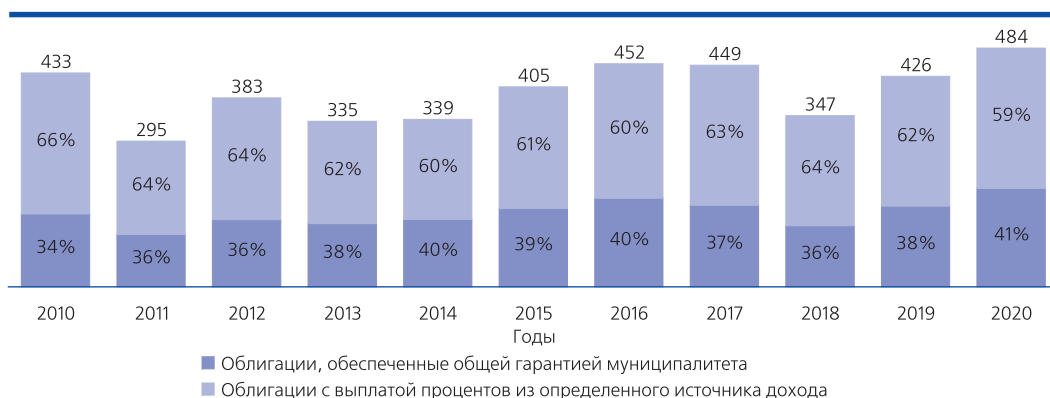
- взаимосвязь всех членов организации с помощью совместных поручительств способствует повышению кредитоспособности ее облигаций – в отличие от ситуации, когда каждый орган местного самоуправ-

ления выходит на рынок долговых обязательств самостоятельно;

- есть возможность осуществлять более объемные выпуски, чем когда каждый муниципалитет выпускает свои собственные облигации;
- расходы на выпуск облигационных займов распределяются между всеми муниципалитетами, кредитные рейтинги для всех общие, что также удешевляет стоимость заимствований, так как нет необходимости присваивать рейтинг каждому отдельно взятому муниципалитету – кредитный рейтинг для организации один;
- специализированное агентство привлекает средства более профессионально, чем отдельные муниципалитеты.

Выпуск инфраструктурных облигаций может осуществляться в соединении с механизмом TIF (*tax increment financing*<sup>2</sup>), в рамках которого государственная сторона может привлечь на рынке долговое финансирование и уже на стадии реализации проекта рассчитываться по долгу и процентам за счет дополнительных налоговых поступлений благодаря

**Объем выпуска муниципальных облигаций в США в 2010–2020 гг. (млрд долл.) и доли от общего объема облигаций с выплатой процентов из определенного источника дохода\* и облигаций, обеспеченных общей гарантией муниципалитета\*\* (в %)**



\* – Revenue bonds.

\*\* – General obligation bonds.

Источник: [14].

<sup>2</sup> Финансирования за счет прироста налогов.

стимулированию проектом экономической деятельности. Наибольшее число примеров использования TIF в США, Канаде, Великобритании и Индии относится к реализации инфраструктурных (транспортная, социальная инфраструктура) и ритейловых проектов, проектов по комплексному развитию территорий, в которых долг привлекают региональные или муниципальные власти, а используемый в дальнейшем прирост налогов (например, на имущество или землепользование) находится непосредственно в их администрировании.

В 2012 г. было объявлено о строительстве высокоскоростной железнодорожной магистрали в Калифорнии между городами Сан-Диего и Сан-Франциско с использованием механизмов TIF для привлечения дополнительного финансирования. Предполагается, что к 2029 г. магистраль позволит перемещаться от Сан-Франциско до Лос-Анджелеса менее чем за три часа со скоростью выше 200 миль в час, а в итоге система дойдет до Сакраменто и Сан-Диего, общая длина составит 800 миль, включая 24 станции [13].

### **Инфраструктурные облигации в России: текущая ситуация и планы**

Особенности инфраструктурных облигаций в российском праве были определены только в 2020 г., но ссылки на этот финансовый инструмент имелись в нормативных актах задолго до его формального определения.

Первый интерес к инфраструктурным облигациям в России появился в 2005–2006 гг., однако долго не доходил до какой-либо формализации. Согласно проекту федерального закона «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций», который находился в стадии обсуждения в 2010–2011 гг., «инфраструктурная облигация — облигация, эмитируемая специализированной проектной организацией с целью привлечения денежных средств, предназначенных для финансирования создания и (или) реконструкции инфра-

структуры, исполнение обязательств по которой обеспечено в размере и порядке, предусмотренных настоящим Федеральным законом». Но законопроект не был утвержден, и, соответственно, правового закрепления институт инфраструктурных облигаций в России до последнего времени не имел.

Инфраструктурные облигации фигурировали как одна из возможностей привлечения финансирования в следующих стратегических документах:

- Транспортной стратегии Российской Федерации на период до 2030 года (утверждена 22 ноября 2008 г.);
- Стратегии развития электросетевого комплекса Российской Федерации (утверждена 3 апреля 2013 г.);
- Стратегии развития внутреннего водного транспорта Российской Федерации до 2030 года (утверждена 29 февраля 2016 г.);
- Долгосрочной стратегии развития зернового комплекса Российской Федерации до 2035 года (утверждена 10 августа 2019 г.), а также в ряде других.

Определение инфраструктурных облигаций и правила их выпуска были зафиксированы в Положении «О стандартах эмиссии ценных бумаг» (действует с 11 мая 2020 г.) Центрального банка России (далее — Положение ЦБ РФ) [4]. Согласно этому документу инфраструктурными облигациями могут называться облигации, решение о выпуске или программа которых содержит одновременно (гл. 67 Положения ЦБ РФ):

- условие об использовании всех привлеченных средств для финансирования создания или реконструкции имущества — объекта концессионного соглашения или соглашения государственно- или муниципально-частного партнерства (ГЧП или МЧП);
- описание проекта целевого финансирования;
- условия досрочного погашения облигаций в случае нецелевого использования средств;
- описание механизма контроля за целевым использованием привлеченных средств;

- сведения об обязанности эмитента раскрывать информацию о целевом использовании средств.

Эти же требования к инфраструктурным инвестициям приводятся и в Положении Банка России «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» [5], вступающем в силу 1 октября 2021 г.

Инфраструктурные облигации в определении Положения ЦБ РФ — это вид облигаций с целевым использованием привлеченных денежных средств наряду с «социальными» и «зелеными» облигациями. Вместе с тем инфраструктурные облигации, определенные Положением ЦБ РФ, не исчерпывают перечня всех возможных долговых бумаг, выпускаемых для финансирования инфраструктурных проектов. Эти прочие виды облигаций могут не содержать указанных выше условий и все же использоваться для целей, «связанных с финансированием проекта по созданию и (или) реконструкции имущества (недвижимого имущества или недвижимого имущества и движимого имущества, технологически связанных между собой)».

По состоянию на февраль 2021 г. на Московской бирже облигации с целевым использованием привлеченных средств были представлены только новыми «зелеными» и «социальными» облигациями, помещенными биржей в отдельный сектор устойчивого развития. Особенность таких облигаций состоит в размещении заключения верификатора о соответствии облигаций принципам указанного вида целевых облигаций, а также в представлении отчетности о целевом использовании средств (по мере их расходования). Такие принципы до определения условий выпуска Положением ЦБ РФ брались из документов Международной ассоциации рынков капитала (ISMA), в связи с чем «зеленые» и «социальные» облигации появились на российской бирже еще до 2020 г. [16]. Более того, даже новое Положение ЦБ РФ отсылает в перечне условий их выпуска к международно признанным принципам.

В соответствии с Положением «О стандартах эмиссии ценных бумаг» инфраструктурные облигации могут привлекаться для финансирования объекта концессионного соглашения или соглашения ГЧП (МЧП), но таким объектом, согласно пп. 13 и 14 ч. 1 ст. 14 ФЗ «О концессионных соглашениях» и пп. 11 и 12 ст. 7 ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», могут быть объекты здравоохранения, образования, культуры и спорта, т.е. такие объекты, облигации для финансирования которых могут называться «социальными». Требования к «социальным» облигациям строже, чем к инфраструктурным, однако в указанном случае объектов здравоохранения и иных видов «социальные» облигации удовлетворяют требованиям, предъявляемым к облигациям инфраструктурным. Примером такой фактической возможности отнесения «социальных» облигаций к инфраструктурным в строгом смысле термина служит выпуск облигаций ООО «СФО "Социального развития"» для проектирования, создания и технического обслуживания объектов культуры, дошкольного, общего и дополнительного образования в городском округе «Город Якутск» [8].

Аналогичные доводы справедливы для представленных на бирже «зеленых» облигаций, в частности облигаций, выпущенных в 2016–2019 гг. ООО «Транспортная концессионная компания» по концессионному соглашению с Санкт-Петербургом для строительства и эксплуатации сети скоростного трамвая [7].

Гарантии целевого использования привлеченных с помощью инфраструктурных облигаций средств — главное их отличие, согласно Положению ЦБ РФ, от облигаций, которые до февраля 2021 г. выпускали ОАО «РЖД», ГК «Автодор» и АЗ «ЗСД» (для строительства в Санкт-Петербурге Западного скоростного диаметра). Несмотря на указание в проспектах данных облигаций в качестве цели строительства тех

или иных инфраструктурных объектов, условия эмиссии не давали держателям облигаций права требовать досрочного их погашения в случае нецелевого использования средств; в условиях также не было сведений о механизме контроля за целевым использованием средств.

Во второй половине 2020 г. вице-премьер Правительства РФ М.Ш. Хуснуллин представил планы по выпуску облигаций на 1 трлн руб. для финансирования строительства дорог и жилья. Согласно этим планам ГК «Автодор» выпустит облигации на 500 млрд руб., АО «ДОМ.РФ» – на 300 млрд руб. (до 2023 г.), а ГКР «ВЭБ.РФ» – на 200 млрд руб. [12]. ГК «Автодор» будет привлекать инвестиции для строительства дороги Западная Европа–Западный Китай, включающей в себя Центральную кольцевую автомобильную дорогу А-113 и автомагистраль Москва–Казань М12 [3]. ДОМ.РФ в 2021 г. выпустит облигации на 27 млрд руб. для финансирования строительства жилья и связанной с ним инженерной, транспортной и социальной инфраструктуры в Ленинградской, Тюменской, Сахалинской, Тульской и Ростовской областях.

Более подробная информация о сроках, условиях и других параметрах выпуска этих облигаций отсутствует, однако известно, что по меньшей мере ДОМ.РФ будет руководствоваться не требованиями к инфраструктурным облигациям из Положения ЦБ РФ, но вступившими в силу 6 января 2021 г. Правилами финансирования строительства (реконструкции) объектов инфраструктуры с использованием специализированных обществ проектного финансирования (далее – Правила) [6]. Двусмысленность в понимании инфраструктурных облигаций в этих двух документах усугубляется еще и тем, что СОПФ, созданное согласно Правилам АО «ДОМ.РФ» в январе 2021 г., имеет официальное название ООО «СОПФ "Инфраструктурные облигации"». Злоупотребление термином «инфраструктурные облигации» обесценивает введенное Банком России право на идентификацию (наименование) не-

которых облигаций как инфраструктурных: в действительности такое наименование получают облигации, не удовлетворяющие установленным Положением ЦБ РФ требованиям.

Согласно утвержденным Правилам СОПФ «Инфраструктурные облигации» (100%-ное дочернее общество АО «ДОМ.РФ») размещает облигации (минимальная сумма займа – 300 млн руб., срок займа в пределах 3–15 лет), обеспеченные поручительством АО «ДОМ.РФ», для широкого круга инвесторов. Привлеченные средства направляются на создание инфраструктуры посредством договоров займов (застройщикам). При этом ДОМ.РФ при выпуске так называемых инфраструктурных облигаций является связующим звеном между инвестором и регионом; компания предоставляет гарантии по обязательствам и в случае дефолта выкупит займы. Дополнительно предоставляется гарантия субъекта РФ в объеме 90% займа (при подтверждении возвратности обязательств на этапе экспертизы).

Кроме того, согласно информации ДОМ.РФ, «предусматривается субсидирование купона по облигациям, выпущенным СОПФ, из федерального бюджета. Благодаря этому финансирование строительства объектов инфраструктуры будет предоставляться со стороны СОПФ по льготной ставке. Данная мера государственной поддержки направлена на повышение привлекательности размещаемых СОПФ ценных бумаг для инвесторов. Субсидия позволит обеспечить полную и своевременную выплату купонного дохода».

Установленный Правилами механизм не связан с определением инфраструктурных облигаций в Положении ЦБ РФ. Различия между документами состоят прежде всего в следующем:

- конечный объект финансирования СОПФ может не быть предметом концессионного соглашения или соглашения ГЧП (МЧП), но требует одобрения межведомственной комиссией по отбору проектов строительства (реконструкции) объектов инфраструктуры при Министерстве строитель-

ва и жилищно-коммунального хозяйства, в то время как выпуск инфраструктурных облигаций, согласно Положению ЦБ РФ, может использоваться компаниями для финансирования любого инфраструктурного проекта без условия одобрения министерством;

- фактически Правила устанавливают механизм финансирования инфраструктуры именно в рамках жилищного строительства. Хотя они и допускают, что все акции СОПФ могут принадлежать не только единому институту развития в жилищной сфере, но и иной организации, определенной Правительством РФ (п. 3 Правил), в действительности такая «иная организация» не определена, а единый институт развития в жилищной сфере – это АО «ДОМ.РФ» (изначально АО «Агентство по ипотечному кредитованию») – следовательно, речь в Правилах идет только об облигациях нового ООО «СОПФ "Инфраструктурные облигации"»;
- описанный в Правилах механизм финансирования сложно совместить с требованиями, предъявляемыми к отчетности о целевом использовании привлеченных инфраструктурными облигациями средств в определении инфраструктурных облигаций ЦБ РФ: СОПФ лишь накапливает денежные средства, которые затем использует для предоставления займов застройщикам либо напрямую, либо через еще одного посредника – созданное субъектом РФ акционерное общество. Из-за посредничества теряют смысл установленные Банком России требования гарантий целевого использования средств, так как контроль за ним доступен не держателю облигаций СОПФ, а самому СОПФ как заимодавцу застройщиков или созданных субъектом РФ акционерных обществ;
- для эмиссии инфраструктурных облигаций, согласно Положению ЦБ РФ, не требуются какие-либо гарантии со стороны органов государственной власти (институ-

та развития) или местных властей, в то время как выплаты по договорам займа в рамках Правил (механизм СОПФ) гарантируются федеральным бюджетом в форме субсидий, а также займа у института развития – владельца специализированного общества, выкупа институтом проблемных долговых обязательств специализированного общества. Фактически это ставит потенциальных внешних (в частности, не связанных с выгодами эксплуатации объекта инфраструктуры напрямую) рыночных инвесторов перед выбором большего контроля над целевым использованием средств либо больших гарантий доходности, что, при прочих равных, склоняет чашу весов в пользу механизма финансирования СОПФ. Вместе с тем из обзора международного опыта следует, что идея финансирования долга за счет будущих поступлений от реализации инфраструктурного проекта (revenue bonds) государственных гарантий выплаты средств не требует.

Неопределенность относительно статуса инфраструктурных облигаций – не единственная угроза применению долгового финансирования инфраструктурных проектов в России.

Одна из проблем – ненадежность эмитентов инфраструктурных облигаций. Большинство региональных застройщиков неизвестно за пределами своих регионов, что увеличивает риски для частных инвесторов [12]. Даже облигации от государственной компании «Автодор» – не безрисковый актив, так как «планы по выручке регулярно не исполнялись из-за срыва сроков строительства платных дорог... а отсутствие дефолтов... объяснялось лишь докапитализацией из бюджета» [1]. Если же покупателями данных облигаций будут Министерство финансов России, банки, пенсионные фонды, страховые компании, то привлечение суммы в 1 трлн руб. возможно. Государственные гарантии от Правительства РФ смогут привлечь дополнительные инвестиции как от крупных иностранных фондов, так и от отечественных частных компаний. Возможность привлечения столь

значительной суммы будет зависеть от предлагаемых параметров доходности, государственных гарантий, ситуации на рынке облигационных займов в России и внешних факторов.

### **Заключение**

Привлекательность инфраструктурных облигаций обеспечивают высокие рейтинги эмитентов, а также качество проработки проектов и успешность реализации аналогичных инфраструктурных программ в прошлом, обязательное целевое использование привлеченных средств, государственные гарантии либо обеспеченность выплат конкретными источниками дохода (в том числе перспективным приростом налоговых поступлений на территориях, связанных с реализацией проекта). В некоторых странах дополнительную привлекательность инфраструктурным облигациям создают налоговые льготы.

До недавнего времени правовое закрепление института инфраструктурных облигаций в России отсутствовало. Нормативно (в Положении ЦБ РФ) утвержденное в 2020 г. определение инфраструктурных облигаций в качестве ключевых параметров выделяет исключительно целевое использование всех привлекаемых средств (и механизм контроля за ним), а также досрочное погашение облигаций в случае нецелевого использования средств, неисполнения обязанности эмитента раскрывать информацию о целевом их использовании. Таким образом, выпущенные ранее на российском рынке облигации, которые использовались с целью привлечения средств для строительства платной автомагистрали «Западный скоростной диаметр» и участков федеральных дорог М10 и М1, не соответствуют этим критериям и являются обычными корпоративными облигациями.

В 2020 г. объявлены планы по использованию инфраструктурных облигаций для привлечения 1 трлн руб. за два-три года на строительство жилья и необходимой для него коммунальной и социальной инфраструктуры (ДОМ.РФ – 300 млрд руб. в 2021–2023 гг., ВЭБ.РФ – 200 млрд руб.), а также для развития

транспортной инфраструктуры (ГК «Автодор» – 500 млрд руб.). Возможности привлечения столь значительных сумм не только ограничиваются частично сохраняющейся правовой неопределенностью в отношении инфраструктурных облигаций, но и будут зависеть от предлагаемых параметров доходности, государственных гарантий, ситуации на рынке облигационных займов в России и внешних факторов, а также от дальнейших действий по развитию механизмов использования инфраструктурных облигаций.

Для развития рынка инфраструктурных облигаций в России и реализации намеченных планов по привлечению финансирования целесообразно:

1. Проработать нормативно-правовую базу:
  - согласовать требования к инфраструктурным облигациям в Правилах финансирования строительства (реконструкции) объектов инфраструктуры с использованием специализированных обществ проектного финансирования с условиями выпуска инфраструктурных облигаций согласно Положению ЦБ РФ «О стандартах эмиссии ценных бумаг»;
  - не допускать употребления термина «инфраструктурные облигации», которое обесценивало бы право на идентификацию им узкого круга долговых бумаг;
  - гарантировать возможность выпуска под обеспечение будущим приростом налоговых поступлений на территориях, охватываемых эффектами от реализации на привлеченные средства инфраструктурного проекта;
  - разрешить выпуск инфраструктурных облигаций для финансирования и тех объектов, которые не являются объектами ГЧП (МЧП) или концессионного соглашения. В том числе расширить спектр сфер реализации проектов, для финансирования которых возможно использование инфраструктурных облигаций (ИТ-инфраструктура, транспортная ин-

фраструктура (не только в городах), социальная инфраструктура).

2. Повысить надежность и привлекательность инфраструктурных облигаций для частных инвесторов за счет:

- налоговых и иных видов льгот для инвесторов;

- обеспечения возможности выпуска инфраструктурных облигаций совместными облигационными фондами — объединениями нескольких муниципалитетов и/или регионов по образцу муниципальных долговых агентств за рубежом. ■

### Литература

1. Адамчук О., Акиншина Ю. Госкомпания «Автодор» хочет занять у рынка 500 млрд рублей на строительство дорог // Сетевое издание «Ведомости», 2020. URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2020/09/18/840345-goskompaniya-avtodor>
2. ДОМ.РФ (2021). URL: [дом.рф](http://domrf.ru)
3. Интерфакс-Недвижимость. «Автодор» может привлечь средства через инфраструктурные облигации под десяток проектов // Интерфакс-Недвижимость, 2020. URL: <https://realty.interfax.ru/ru/news/articles/119460/>
4. Положение Банка России от 19.12.2019 г. № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_344933/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_344933/)
5. Положение Банка России от 27.03.2020 г. № 714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_352306/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_352306/)
6. Постановление Правительства РФ от 31 декабря 2020 г. № 2459 «Об утверждении Правил финансирования строительства (реконструкции) объектов инфраструктуры с использованием облигаций специализированных обществ проектного финансирования и о внесении изменения в Положение о Правительственной комиссии по региональному развитию в Российской Федерации». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_373556/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_373556/)
7. Рейтинговое агентство «Эксперт РА». Независимое заключение о соответствии облигаций ООО «Транспортная концессионная компания» классов А1, А2, А3, А4, Б принципам зеленых облигаций / Московская биржа, 2020. URL: <https://fs.moex.com/f/13768/otchet.pdf>
8. Рейтинговое агентство «Эксперт РА». Отчет о выражении независимого заключения о соответствии облигаций ООО «СФО "Социального развития"» принципам социальных облигаций / Рейтинговое агентство «Эксперт РА», 2020. URL: [https://www.raexpert.ru/releases/2020/apr29c/social\\_bonds\\_report\\_rus.pdf](https://www.raexpert.ru/releases/2020/apr29c/social_bonds_report_rus.pdf)
9. Стюарт Е. Иллюзия инфраструктурных облигаций. Почему фокус не удался? // Forbes, 2020. URL: <https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/349401-illyuziya-infrastrukturyh-obligacij-pochemu-fokus-ne-udalsya>
10. Федеральный закон от 01.04.2020 г. № 102-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации». URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202004010079>
11. Фонд «Институт экономики города». Обзор практики финансирования развития городской инфраструктуры в зарубежных странах и в России, 2020. URL: [http://www.urbanecomomics.ru/sites/default/files/praktika\\_primeneniya\\_infrastrukturyh\\_obligacij.pdf](http://www.urbanecomomics.ru/sites/default/files/praktika_primeneniya_infrastrukturyh_obligacij.pdf)
12. Шохина Е. Правительство планирует триллионную эмиссию инфраструктурных облигаций // Сетевое издание «Ведомости», 2020. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2020/09/17/840351-pravitelstvo-planiruet>
13. California High-Speed Rail Authority [сайт] (2020). URL: [http://www.hsr.ca.gov/Programs/Statewide\\_Rail\\_Modernization/index.html](http://www.hsr.ca.gov/Programs/Statewide_Rail_Modernization/index.html)
14. Securities Industry and Financial Markets Association. US Municipal Bonds Statistics / Securities Industry and Financial Markets Association. 2021. URL: <https://www.sifma.org/resources/research/us-municipal-bonds-statistics/>
15. Srinivasu D.B., Srinivasa R. Infrastructure Development and Economic growth: Prospects and Perspective // Journal of Business Management & Social Sciences Research. January 2013. Vol. 2. No. 1. Pp. 81–91.
16. The International Capital Market Association. Principles of Green Bonds 2018. Voluntary standards for issuing green bonds / The International Capital Market Association. 2018. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Russian-GBP2020-06-280920.pdf>

17. The U.S. Securities and Exchange Commission. What are Municipal Bonds / The U.S. Securities and Exchange Commission. 2020. URL: <https://www.sec.gov/munied>
18. Torsten E. Understanding the challenges for infrastructure finance // BIS Working Papers. August 2014. Vol. 1. Pp. 1–29.
19. World Bank. Bonds for Sustainable Development / World Bank. 2021. URL: <https://pubdocs.worldbank.org/en/397991549030936431/investor-presentation-world-bank-bonds-Feb-2019.pdf>
20. World Bank. What are Green Bonds? / World Bank. 2021. URL: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/400251468187810398/pdf/99662-REVISED-WB-Green-Bond-Box393208B-PUBLIC.pdf>

### References

1. Adamchuk O., Akinshina Yu. State company «Avtodor» wants to borrow on the market Rb 500 bn for roads construction // Online media outlet «Vedomosti». 2020. URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2020/09/18/840345-goskompaniya-avtodor>
2. DOM.RF (2021). URL: [дом.рф](http://domrf.ru)
3. Interfax-Nedvizhimost. «Avtodor» can raise funds via infrastructure securities for ten projects // Interfax-Nedvizhimost, 2020. URL: <https://realty.interfax.ru/ru/news/articles/119460/>
4. Regulation of the Bank of Russia of 19.12.2019. No. 706-P «On standards of emission of securities». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_344933/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_344933/)
5. Regulation of the Bank of Russia of 27.03.2020. No. 714-P «On disclosure of information by issuers of equity securities». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_352306/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_352306/)
6. Resolution of RF Government of December 31, 2020. No. 2459 «On Approval of the Rules for Financing the Construction (Reconstruction) of Infrastructure Facilities using the Bonds of Specialized Project Finance Companies and on Amendments to the Regulations on the Government Commission for Regional Development in the Russian Federation». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_373556/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_373556/)
7. Rating agency «Expert RA». Independent finding on the compliance of the Transport Concession Company LLC bonds of classes A1, A2, A3, A4, B with the principles of green bonds / Moscow stock exchange, 2020. URL: <https://fs.moex.com/f/13768/otchet.pdf>
8. Rating agency «Expert RA». Report on the expression of an independent opinion on the compliance of the bonds of SFO Social Development LLC with the principles of social bonds / Rating agency «Expert RA», 2020. URL: [https://www.raexpert.ru/releases/2020/apr29c/social\\_bonds\\_report\\_rus.pdf](https://www.raexpert.ru/releases/2020/apr29c/social_bonds_report_rus.pdf)
9. Stuart E. The illusion of infrastructure bonds. Why the trick failed? // Forbes, 2020. URL: <https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/349401-illyuziya-infrastrukturnyh-obligacij-pochemu-fokus-nedalsya>
10. Federal Law of 01.04.2020 No. 102-FZ «On Amendments to Parts One and Two of the Tax Code of the Russian Federation and Certain Legislative Acts of the Russian Federation». URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202004010079>
11. Fund The Institute for Urban Economics. Review of the practice of financing the development of urban infrastructure in foreign countries and in Russia, 2020. URL: [http://www.urbanecomomics.ru/sites/default/files/praktika\\_primeneniya\\_infrastrukturnyh\\_obligacij.pdf](http://www.urbanecomomics.ru/sites/default/files/praktika_primeneniya_infrastrukturnyh_obligacij.pdf)
12. Shohina E. Government plans trillion-dollar infrastructure bond emission // Online media outlet «Vedomosti», 2020. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2020/09/17/840351-pravitelstvo-planiruet>
13. California High-Speed Rail Authority [сайт] (2020). URL: [http://www.hsr.ca.gov/Programs/Statewide\\_Rail\\_Modernization/index.html](http://www.hsr.ca.gov/Programs/Statewide_Rail_Modernization/index.html)
14. Securities Industry and Financial Markets Association. US Municipal Bonds Statistics / Securities Industry and Financial Markets Association. 2021. URL: <https://www.sifma.org/resources/research/us-municipal-bonds-statistics/>
15. Srinivasu D.B., Srinivasa R. Infrastructure Development and Economic growth: Prospects and Perspective // Journal of Business Management & Social Sciences Research. January 2013. Vol. 2. No. 1. Pp. 81–91.
16. The International Capital Market Association. Principles of Green Bonds 2018. Voluntary standards for issuing green bonds / The International Capital Market Association. 2018. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Russian-GBP2020-06-280920.pdf>
17. The U.S. Securities and Exchange Commission. What are Municipal Bonds / The U.S. Securities and Exchange Commission. 2020. URL: <https://www.sec.gov/munied>
18. Torsten E. Understanding the challenges for infrastructure finance // BIS Working Papers. August 2014. Vol. 1. Pp. 1–29.

19. World Bank. Bonds for Sustainable Development / World Bank. 2021. URL: <https://pubdocs.worldbank.org/en/397991549030936431/investor-presentation-world-bank-bonds-Feb-2019.pdf>
20. World Bank. What are Green Bonds? / World Bank. 2021. URL: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/400251468187810398/pdf/99662-REVISED-WB-Green-Bond-Box393208B-PUBLIC.pdf>

### **Development of Infrastructure Bonds in Russia: Elaboration of the Regulatory Framework and Instruments to Raise the Attractiveness for Investors is Required**

**Yury A. Pleskachyev** – Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: [pleskachyev-ya@ranepa.ru](mailto:pleskachyev-ya@ranepa.ru)

**Yury Yu. Ponomarev** – Head of Center for Spatial Economics of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration; Senior Researcher of the Gaidar Institute for Economic Policy, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: [ponomarev@ranepa.ru](mailto:ponomarev@ranepa.ru)

**Kirill V. Rostislav** – Junior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: [rostislav-kv@ranepa.ru](mailto:rostislav-kv@ranepa.ru)

*The article analyzes the current changes in the parameters of infrastructure bonds in Russia, which are a common instrument in the world practice for attracting private targeted financing for long periods (20–30 years) for the implementation of infrastructure projects, when the possibility of using other instruments to raise funds is difficult. Based on the review of the development of the infrastructure bond market in foreign countries and the retrospective and modern Russian practice, the main criteria that ensure the attractiveness of infrastructure bonds are highlighted, possible problems are identified and recommendations for the development of infrastructure bonds in Russia are made*

*The article was prepared as part of the state research order of the RANEPА.*

**Key words:** infrastructure bonds, infrastructure development.

**JEL-codes:** E60, H50, H54.

## ЗАРАБОТНАЯ ПЛАТА УЧИТЕЛЕЙ: ПРОИЗОШЛИ ЛИ ИЗМЕНЕНИЯ?

Т. Л. КЛЯЧКО  
Е. А. СЕМИОНОВА  
Г. С. ТОКАРЕВА

*Центр экономики непрерывного образования Института прикладных экономических исследований РАНХиГС проводит ежегодный межрегиональный мониторинг общего образования, задачей которого является отслеживание текущих тенденций и изменений в сфере образования. В рамках мониторинга осуществляется социологический опрос<sup>1</sup> родителей учащихся, учителей и директоров школ разных типов поселений в субъектах Российской Федерации, дифференцированных по социально-экономическому положению, а также анализируются открытые статистические данные о состоянии и развитии системы образования.*

*Статья подготовлена в рамках выполнения научно-исследовательской работы государственного задания РАНХиГС.*

**Ключевые слова:** мониторинг, общее образование, учителя, заработная плата.

**JEL:** D31.

Одним из актуальных вопросов в период пандемии коронавируса и организации образовательного процесса в дистанционном режиме стало недопущение снижения заработной платы педагогов. При этом неоднократно подчеркивалось, что в бюджете имеются необходимые средства и ситуация с оплатой труда педагогических работников находится на постоянном контроле [6].

Вместе с тем, как показывает анализ статистических данных, уровень оплаты труда педагогических работников в последние годы существенно различался не только на межрегиональном уровне и между образовательными организациями одного региона, но также и внутри педагогических коллективов. Высокая дифференциация в размере заработной платы за труд одинаковой сложности свидетельствует об отсутствии единых подходов к

его определению [7]. Для изменения ситуации в настоящее время началась работа, направленная на обеспечение фиксированной минимальной заработной платы для педагогических работников с аналогичными трудовыми функциями, что, в свою очередь, будет способствовать поэтапному уменьшению дифференциации в оплате труда педагогических работников. Ключевой принцип состоит в формировании прозрачной и понятной системы оплаты труда педагогов [4].

Из данных Росстата следует, что средняя заработная плата педагогических работников образовательных организаций общего образования государственной и муниципальной формы собственности в целом по Российской Федерации за январь-сентябрь 2020 г. составила 42 531 руб. [1] (в 2019 г. — 41 116 руб. [2]). При этом уровень оплаты труда педагогических работни-

*Клячко Татьяна Львовна, директор Центра экономики непрерывного образования ИПЭИ РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, д-р экон. наук, профессор (Москва), e-mail: tlk@ranepa.ru; Семионова Елена Александровна, ведущий научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук (Москва), e-mail: semionova-ea@ranepa.ru; Токарева Галина Световна, научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: tokareva-gs@ranepa.ru*

<sup>1</sup> Руководители социологического исследования — Е.М. Аврамова, д-р экон. наук, заведующий лабораторией Института социального анализа и прогнозирования РАНХиГС; Д.М. Логинов, канд. экон. наук, старший научный сотрудник Института социального анализа и прогнозирования РАНХиГС. Авторы статьи выражают бесконечное уважение памяти Елены Михайловны Аврамовой, стоявшей у истоков проекта и являвшейся бесшумным руководителем социологических исследований.

ков был различным в субъектах Российской Федерации, и дифференциация между самым высоким и самым низким его значениями составила 4,7 раза. Наиболее высокая средняя заработная плата педагогических работников в рассматриваемый период была отмечена в таких регионах, как Чукотский автономный округ (109 410 руб.), Ямало-Ненецкий автономный округ (100 321 руб.), г. Москва<sup>2</sup> (97 320 руб.), Сахалинская область (89 768 руб.), Магаданская область (82 013 руб.). Эти показатели превышают средний уровень по Российской Федерации в два раза и больше.

Самый низкий уровень средней заработной платы педагогов зафиксирован в следующих регионах: Республике Ингушетия (23 122 руб.), Кабардино-Балкарской Республике (23 397 руб.), Карачаево-Черкесской Республике (23 736 руб.), Республике Северная Осетия–Алания (24 795 руб.), Ивановской области (24 881 руб.), Республике Дагестан (25 292 руб.), Чеченской Республике (25 740 руб.), Республике Мордовия (25 787 руб.). (См. рис. 1.)

Практически во всех субъектах Российской Федерации отношение средней заработной платы педагогических работников школ к оценке среднемесячной начисленной заработной платы наемных работников в организациях, у индивидуальных предпринимателей и физических лиц составляет 100% и выше (в среднем по России – 103,2%). В восьми регионах данный показатель ниже требуемого уровня – Красноярском крае (99,8%), Магаданской области (99,7%), Республике Ингушетия (99,0%), Томской области (98,7%), Республике Алтай (98,1%), Забайкальском крае (95,3%), Республике Тыва (92,7%), Ненецком автономном округе (90,1%). При этом размер заработной платы педагогических работников составляет, в частности, в Республике Алтай 29 671 руб., а в Ненецком автономном округе – 78 615 руб.

Значительно выше общероссийского показателя это отношение в следующих регионах –

г. Севастополе (142,2%), г. Москве (132,2%), Сахалинской области (121,3%), Алтайском крае (119,9%), Ленинградской области (119,9%), Московской области (119,9%), Белгородской области (119,7%), Республике Крым (119,5%). При этом размер заработной платы педагогов, например, в Алтайском крае составляет 28 465 руб., в Республике Крым – 32 334 руб., в Белгородской области – 37 918 руб. (См. рис. 2.)

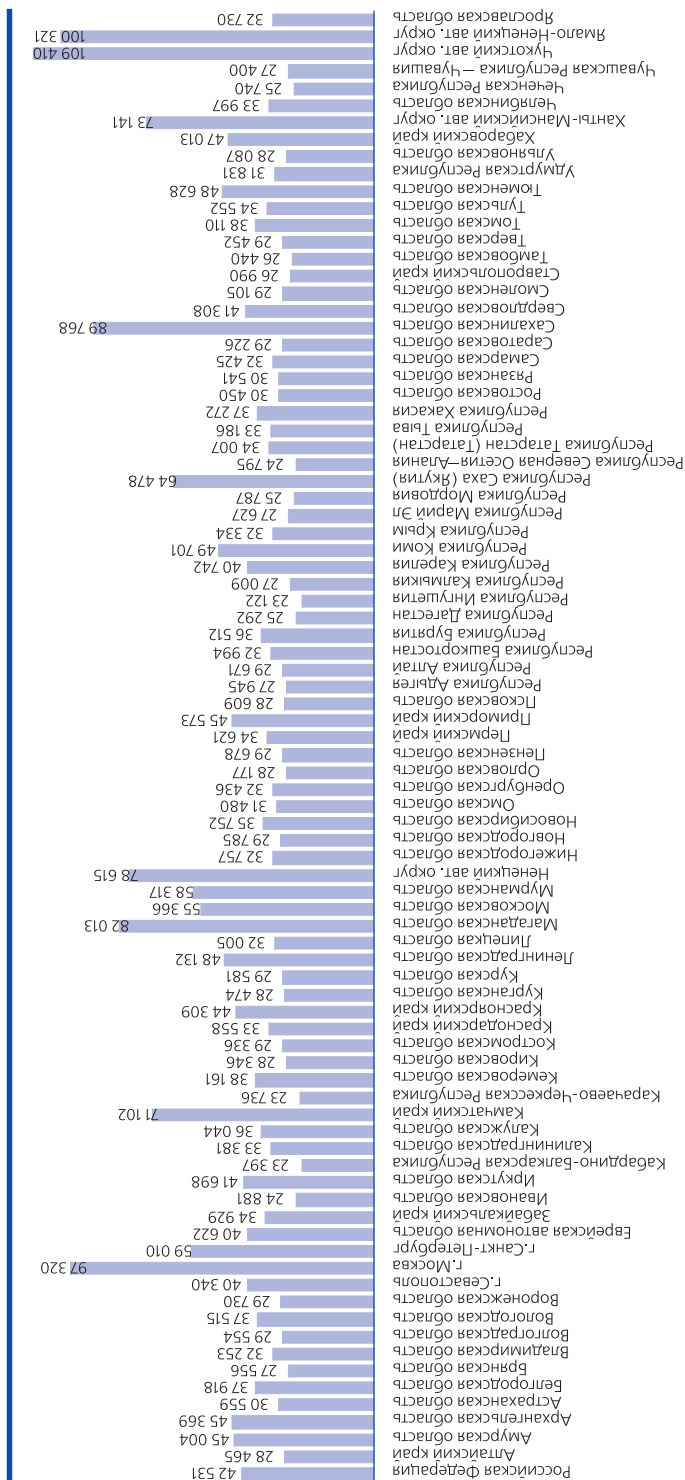
Региональными нормативными правовыми актами, регулирующими вопросы оплаты труда работников государственных образовательных организаций, определены условия оплаты труда, включающие, в частности, размеры должностных окладов, ставок, порядок и условия установления выплат компенсационного и стимулирующего характера, размеры повышающих коэффициентов и др.

ЦЭНО ИПЭИ РАНХиГС проводит ежегодный мониторинг общего образования [3; 8], в рамках которого осуществляется социологический опрос родителей школьников, учителей и руководителей общеобразовательных организаций в регионах, дифференцированных по социально-экономическому положению [5]. В социологическом опросе 2020 г. приняли участие 2126 учителей и 20 директоров школ Новгородской, Нижегородской и Тульской областей. (В 2019 г. в опросе участвовали 2247 учителей и 32 руководителя общеобразовательных организаций Псковской, Самарской и Ярославской областей.)

Директора школ, принявшие участие в социологическом исследовании, отмечали, что уровень заработной платы учителей напрямую связан с объемом их нагрузки. В интервью руководители приводили примеры, когда учителя в дополнение к учебной нагрузке вынуждены брать часы в группах продленного дня, осуществлять классное руководство в нескольких классах, проводить дополнительные занятия, и за счет этого директорам удавалось поднять заработную плату до соответствующего уров-

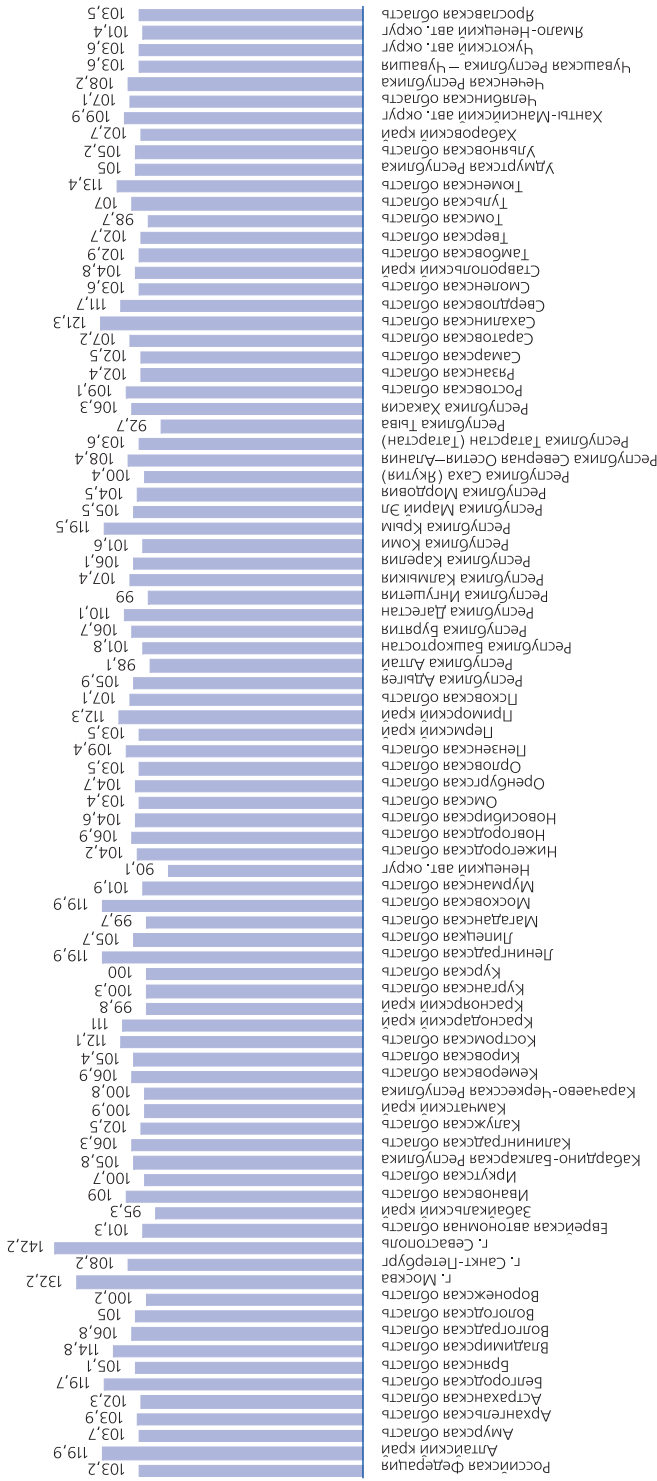
<sup>2</sup> Включены данные об уровне средней заработной платы педагогических работников государственных общеобразовательных организаций г. Москвы, реализующих программы дошкольного образования.

Рис. 1. Средняя заработная плата педагогических работников образовательных организаций общего образования государственной и муниципальной форм собственности по субъектам Российской Федерации за январь–сентябрь 2020 г., руб.



Источник: [1].

Рис. 2. Отношение средней заработной платы по категории к оценке среднемесячной начисленной заработной платы наемных работников в организациях, у индивидуальных предпринимателей и физических лиц за январь–сентябрь 2020 г., в %



Источник: [1].

ня. Также директора отмечали, что для повышения размера оплаты труда ими используются выплаты стимулирующего характера, и это несколько меняет смысл таких надбавок, изначально нацеленных на повышение качества образования и результатов деятельности педагогов. Руководителями неоднократно подчеркивалось, что заработная плата учителей должна поддерживаться на уровне средней по экономике региона не за счет увеличения объема работы, а обеспечиваться при аудиторной нагрузке учителя в 18 часов в неделю.

Результаты мониторинга позволили оценить динамику изменения размера заработной платы учителей по их собственной оценке. (См. табл. 1.) Наибольшую по численности группу составили учителя, которые считают, что уровень оплаты их труда не изменился – 41,7% (40,4% в 2019 г.). У двух других сопоставимых по численности групп заработная плата изменилась как в сторону повышения – 32,0% (27,9%

в 2019 г.), так и в сторону понижения – 23,2% (28,1%). В разрезе типов поселений разница в ответах педагогов практически отсутствует. Среди учителей, работающих в основной и старшей школе, несколько больше тех, кто отметил рост зарплаты, – 33,3% по сравнению с их коллегами из начальной школы – 27,7%.

Распределение ответов учителей о динамике заработной платы в зависимости от их возраста свидетельствует о том, что рост зарплаты преобладал над ее снижением в возрастных группах до 50 лет. В то же время у более опытных педагогов в возрасте 50 лет и старше, по их оценке, снижение заработка преобладало над ростом. Среди учителей, которые отметили рост заработной платы, достаточно высока доля молодых педагогов (45,3%), что может быть связано с проводимой в регионах кадровой политикой, направленной на закрепление молодежи в школе.

Таблица 1

**Информация учителей о динамике их заработной платы в 2020 г. по сравнению с прошлым учебным годом, в %**

Наименование показателя	По сравнению с прошлым учебным годом Вы стали зарабатывать в месяц					
	Существенно больше	Незначительно больше	Столько же	Незначительно меньше	Значительно меньше	Не работали в школе ранее
Период исследования						
2019 г.	3,8	24,1	40,4	19,4	8,7	3,6
2020 г.	3,9	28,1	41,7	16,3	6,9	3,1
Тип поселения						
Региональная столица	4,4	27,7	41,1	15,6	6,7	4,6
Город	3,9	28,0	42,4	16,4	6,9	2,3
Село	3,2	29,0	41,3	17,3	7,0	2,1
Ваш возраст						
До 30 лет	11,0	34,3	24,1	8,2	5,7	16,7
30-39 лет	4,1	37,0	35,3	13,7	7,4	2,5
40-49 лет	3,2	26,4	47,0	15,7	6,3	1,4
50-59 лет	1,9	24,0	46,6	20,1	7,1	0,3
60 лет и старше	3,4	23,1	42,3	21,4	8,1	1,7
Вы преподаете						
Учащимся 1-4 классов	4,9	22,8	44,7	16,5	7,4	3,7
Учащимся 5-11 классов	3,3	30,0	41,4	17,0	5,8	2,6
Учащимся 1-11 классов	3,9	33,2	37,2	13,0	9,1	3,6

Источник: Мониторинг ЦЭНО ИПЭИ РАНХиГС.

Как отмечают учителя, заработная плата большинства из них (84,2%) не превышала 30 тыс. руб. в месяце, предшествующем опросу (81,8% в 2019 г.). (См. табл. 2.) По данным Росстата, в регионах мониторинга средняя заработная плата педагогических работников за январь-сентябрь 2020 г. составляла 32 757 руб. в Нижегородской области, 29 785 руб. – в Новгородской области, 34 552 руб. – в Тульской области. Как и в прошлом году, лишь 4,7% педагогов отметили, что их заработок превышал 35 тыс. руб. Зарплата 25,9% учителей находилась в интервале от 25 до 30 тыс. руб. в месяц, 29,6% – от 20 до 25 тыс. руб., 22,3% – от 15 до 20 тыс. руб.

Несмотря на то что молодые педагоги в возрасте до 30 лет чаще других отмечали, что по сравнению с предыдущим годом уровень их заработной платы повысился, ее размер был ниже среднего по региону – 31,6% учителей этого возраста получали зарплату от 15 до 20 тыс. руб., 30,4% – от 20 до 25 тыс. руб.

Как показали расчеты, в среднем объем учебной нагрузки учителей в регионах мониторинга составлял 1,5 ставки. Вместе с тем зарплаток 66,6% учителей, имеющих такую нагрузку, находился в пределах от 20 до 30 тыс. руб., а заработок 15,3% – превышал 30 тыс. руб., т.е. показатель средней заработной платы учителей на уровне средней по экономике

**Таблица 2**  
**Информация учителей о размере их заработной платы в 2020 г., в %**

Наименование показателя	Сколько Вы заработали в прошлом месяце в данной школе (включая надбавки, премии и прочие выплаты)?					
	До 15 000 руб.	15 001-20 000 руб.	20 001-25 000 руб.	25 001-30 000 руб.	30 001-35 000 руб.	Больше 35 000 руб.
<b>Период исследования</b>						
2019 г.	12,1	27,2	23,7	18,8	10,4	4,7
2020 г.	6,4	22,3	29,6	25,9	11,1	4,7
<b>Тип поселения</b>						
Региональная столица	5,8	23,3	31,1	22,2	12,2	5,5
Город	6,6	23,6	27,4	27,9	11,3	3,2
Село	7,0	19,0	30,6	28,3	9,5	5,7
<b>Ваша нагрузка</b>						
0,5 ставки	46,4	20,3	17,4	7,2	7,2	1,4
1 ставка	11,1	37,7	29,6	16,1	4,0	1,4
1,5 ставки	2,0	16,2	33,9	32,7	11,8	3,5
Более 1,5 ставок	1,0	7,1	17,6	30,5	26,4	17,3
<b>Ваш возраст</b>						
До 30 лет	12,6	31,6	30,4	19,0	5,3	1,2
30-39 лет	7,9	18,3	27,9	26,0	13,1	6,8
40-49 лет	3,8	19,6	31,1	27,1	12,4	6,0
50-59 лет	4,2	21,9	30,4	26,8	12,1	4,6
60 лет и старше	10,3	27,8	25,2	26,9	8,5	1,3
<b>Вы преподаете</b>						
Учащимся 1-4 классов	5,3	30,6	33,8	21,3	6,3	2,6
Учащимся 5-11 классов	7,5	17,7	26,5	28,1	14,6	5,6
Учащимся 1-11 классов	4,5	21,1	30,4	27,7	10,2	6,0

Источник: Мониторинг ЦЭНО ИПЭИ РАНХиГС.

региона достигался за счет увеличения учебной нагрузки.

Если рассмотреть размер заработной платы педагогов в разрезе типов поселений, то можно отметить, что от 30 тыс. руб. и выше зарабатывали 17,7% учителей школ региональных столиц и 15,2% сельских учителей. Заработная плата большей части учителей школ региональных столиц (53,3%), школ малых и средних городов (55,3%), а также сельских учителей (58,9%) находилась в диапазоне от 20 до 30 тыс. руб.

Выплаты стимулирующего характера получили 86,7% опрошенных учителей, и эта доля практически не изменилась по сравнению с прошлым учебным годом (88,3% в 2019 г.). (См. рис. 3.) Самая большая группа учителей, не получающих выплаты стимулирующего характера, выявлена среди молодых учителей в возрастной группе до 30 лет (23,0%). В разрезе типов поселений бóльшая доля учителей,

не получающих стимулирующие надбавки, зафиксирована среди сельских педагогов (17,1%). Вместе с тем, как было отмечено выше, нормативными правовыми актами регионов могут вводиться повышающие коэффициенты, в частности, за выслугу лет, квалификационную категорию, работу в организациях, расположенных в сельской местности, и т.д., за счет чего также достигается повышение заработной платы учителей<sup>3</sup>.

Вопрос о том, насколько справедлива система выплат стимулирующего характера, оказался непростым для трети опрошенных учителей (35,5%). Возможно, учителя не совсем точно ознакомлены со структурой своей заработной платы либо не считают ее справедливой, однако не хотят публично об этом говорить. На то, что в их школе распределение стимулирующих надбавок является справедливым, указали 44,9% учителей (47,8% в 2019 г.). Мнение о том, что система распределения таких выплат

**Рис. 3. Информация учителей о получении выплат стимулирующего характера в 2020 г., в %**

Период исследования	2019 г.	88,3	11,7
	2020 г.	86,7	13,3
Тип поселения	Региональная столица	86,5	13,5
	Город	89,4	10,6
	Село	82,9	17,1
Ваш возраст	До 30 лет	77,0	23,0
	30-39 лет	84,5	15,5
	40-49 лет	90,0	10,0
	50-59 лет	88,9	11,1
	60 лет и старше	85,2	14,8

■ Да    ■ Нет

Источник: Мониторинг ЦЭНО ИПЭИ РАНХиГС.

<sup>3</sup> См., например: постановление Правительства Тульской области от 23 мая 2014 г. № 263 «Об утверждении Положения об условиях оплаты труда работников государственных организаций Тульской области, осуществляющих образовательную деятельность» (с изменениями на 11 февраля 2021 г.) (URL: <https://docs.cntd.ru/document/424067463>); постановление Правительства Нижегородской области от 15 октября 2008 г. № 468 «Об оплате труда работников государственных организаций, осуществляющих образовательную деятельность на территории Нижегородской области, а также иных государственных организаций Нижегородской области, учредителем которых является министерство образования, науки и молодежной политики Нижегородской области» (с изменениями на 23 ноября 2020 г.) (URL: <https://docs.cntd.ru/document/944936220>); постановление Департамента образования и молодежной политики Новгородской области от 5 сентября 2017 г. № 4 «Об утверждении Примерного Положения об оплате труда работников государственных областных бюджетных и автономных организаций в сфере образования, находящихся в ведении министерства образования Новгородской области» (с изменениями на 18 июня 2020 г.) (URL: <https://docs.cntd.ru/document/550326878>).

недостаточно или вообще несправедлива, высказали 19,7% респондентов (17,6% в 2019 г.). Несмотря на смену регионов мониторинга, не было выявлено существенных расхождений с результатами предыдущей волны исследования, вместе с тем доля положительных оценок сократилась на 3 п.п. (См. рис. 4.)

В интервью директора школ говорили о наличии дифференциации в оплате труда учителей. И особенно это заметно, если сравнивать нагрузку учителей начальных классов и учителей, работающих в основной и старшей школе. Руководители школ неоднократно подчеркивали, что дифференциация определяется объемом учебной нагрузки и другой педагогической работы.

Большинство опрошенных педагогов отметили наличие дифференциации в оплате труда учителей, при этом 62,1% назвали ее несущественной (60,5% в 2019 г.), а 19,6% — значительной, причем эта доля практически не изменилась по сравнению с прошлой волной мониторинга (19,5%); 18,3% считают, что разницы в размере заработной платы нет вообще (20%). Существенной разницу в оплате труда чаще называли учителя начальной школы — 23,6%, учителя городских школ (не из региональных столиц) — 23,4%, а также учителя в возрасте 60 лет

и старше — 24,1%. (См. табл. 3.) Вероятно, возможности в получении дополнительной нагрузки для учителей начальной школы и педагогов старше 60 лет более ограничены, чем для остальных категорий учителей, что не дает им возможности, увеличив свою нагрузку, достигнуть более высокого уровня оплаты труда.

Как было отмечено выше, проблема дифференциации заработной платы является одной из наиболее значимых, вместе с тем мнения самих учителей по данному вопросу разошлись. Так, в том, что разница в оплате труда должна быть заметной и зависеть от квалификационной категории, педагогического стажа, результатов работы и других факторов, уверены 41,6% опрошенных педагогов (42,3% в 2019 г.). Чаще по сравнению с более молодыми коллегами это отмечали учителя в возрасте 60 лет и старше (49,8%), а также учителя, работающие в основной и старшей школе (48,2%). При этом более трети учителей (37,5%) не определились со своей позицией по данному вопросу, а 20,9% склоняются к необходимости сглаживания различий в оплате труда. Разные подходы могут свидетельствовать как о поддержке педагогами стимулирующих выплат, так и о стремлении к справедливости в оценке труда учителей. (См. табл. 4.)

**Рис. 4. Представления учителей о справедливости системы распределения выплат стимулирующего характера в 2020 г., в %**

Период исследования	2019 г.	47,8	13,2	4,4	34,6
	2020 г.	44,9	15,5	4,2	35,5
Тип поселения	Региональная столица	42,7	14,4	4,5	38,3
	Город	44,2	18,1	4,5	33,2
	Село	49,1	13,2	3,2	34,6
Ваш возраст	До 30 лет	47,6	11,3	3,6	37,5
	30-39 лет	45,1	18,9	3,7	32,3
	40-49 лет	45,0	14,6	3,9	36,5
	50-59 лет	42,4	16,8	5,2	35,7
	60 лет и старше	47,7	13,5	3,8	35,0

■ Вполне справедлива
 ■ Недостаточно справедлива
 ■ Не справедлива
 ■ Трудно сказать

Источник: Мониторинг ЦЭНО ИПЭИ РАНХиГС.

**Таблица 3**  
**Оценка учителями уровня дифференциации размера оплаты их труда в школе в 2020 г., в %**

Наименование показателя	Как Вы оцениваете дифференциацию размера заработной платы учителей в Вашей школе?		
	Разницы в оплате труда учителей нет	Есть небольшая разница в размере оплаты учителей	Существует большая разница в размере оплаты труда отдельных учителей
Период исследования			
2019 г.	20,0	60,5	19,5
2020 г.	18,3	62,1	19,6
Тип поселения			
Региональная столица	17,7	66,9	15,4
Город	16,1	60,5	23,4
Село	22,3	57,3	20,3
Ваш возраст			
До 30 лет	22,9	64,0	13,1
30-39 лет	19,3	60,8	19,9
40-49 лет	17,8	64,1	18,1
50-59 лет	14,5	63,2	22,3
60 лет и старше	22,2	53,7	24,1
Вы преподаете			
Учащимся 1-4 классов	12,1	64,3	23,6
Учащимся 5-11 классов	20,6	61,4	18,0
Учащимся 1-11 классов	22,7	59,9	17,4

Источник: Мониторинг ЦЭНО ИПЭИ РАНХиГС.

**Таблица 4**  
**Мнение учителей о дифференциации оплаты труда в 2020 г., в %**

Наименование показателя	По Вашему мнению, должна ли быть заметной дифференциация заработной платы учителей?		
	Скорее да	Скорее нет	Трудно сказать
Период исследования			
2019 г.	42,3	20,3	37,4
2020 г.	41,6	20,9	37,5
Тип поселения			
Региональная столица	40,6	19,4	40,0
Город	44,4	21,3	34,2
Село	38,9	22,4	38,7
Ваш возраст			
До 30 лет	36,3	19,8	44,0
30-39 лет	36,0	21,3	42,7
40-49 лет	41,7	20,5	37,8
50-59 лет	44,1	21,3	34,7
60 лет и старше	49,8	21,5	28,7
Вы преподаете			
Учащимся 1-4 классов	33,2	22,1	44,7
Учащимся 5-11 классов	48,2	19,1	32,7
Учащимся 1-11 классов	37,1	24,0	38,9

Источник: Мониторинг ЦЭНО ИПЭИ РАНХиГС.

В ходе мониторинга учителя высказали свое мнение о взаимосвязи между размером заработной платы и результатами их профессиональной деятельности. (См. табл. 5.) Около половины учителей (54,1%) отметили, что размер заработной платы оказывает положительное влияние на профессиональные достижения. В большей степени уверены в наличии такой связи молодые учителя (57,3%) и учителя в возрасте 30–39 лет (59,7%), что во многом объясняется их настроем на реализацию успешной карьеры в профессии. Учителя в возрасте 60 лет и старше (48,9%) в меньшей степени склонны видеть такую зависимость, а 23,9% опрошенных педагогов такой связи не

отметили. Часть педагогов, в том числе и те из них, кто не дал однозначного ответа на поставленный вопрос, рассматривают его иначе, считая, что именно профессиональные достижения должны определять уровень заработной платы.

Несмотря на высокий уровень учебной нагрузки, размер заработной платы учителей, по их мнению, остается недостаточным, в связи с чем значительная часть педагогов вынуждены искать дополнительные заработки. Так, о наличии подработок сообщили 47,6% учителей, причем 21,7% подрабатывают на регулярной основе (21,6% в 2019 г.). У 52,4% опрошенных педагогов дополнительные заработки отсутст-

**Таблица 5**  
**Мнение учителей о наличии связи между размером заработной платы и профессиональными достижениями в 2020 г., в %**

Наименование показателя	По Вашему мнению, имеется ли связь между размером заработной платы и Вашими достижениями?		
	Скорее да	Скорее нет	Трудно сказать
Период исследования			
2020 г.*	54,1	23,9	22,0
Ваша заработная плата в прошлом месяце составляла			
До 15 000 руб.	53,0	20,9	26,1
15 001-20 000 руб.	44,6	29,4	26,0
20 001-25 000 руб.	51,2	27,5	21,3
25 001-30 000 руб.	58,6	20,6	20,8
30 001-35 000 руб.	66,2	14,5	19,2
Больше 35 000 руб.	67,3	21,4	11,2
Тип поселения			
Региональная столица	54,6	22,7	22,7
Город	57,2	22,7	20,1
Село	48,7	27,4	23,9
Ваш возраст			
До 30 лет	57,3	17,7	25,0
30-39 лет	59,7	15,5	24,8
40-49 лет	52,8	25,7	21,5
50-59 лет	52,8	25,3	21,9
60 лет и старше	48,9	35,0	16,0
Вы преподаете			
Учащимся 1-4 классов	45,9	26,6	27,5
Учащимся 5-11 классов	58,6	22,8	18,6
Учащимся 1-11 классов	55,1	22,2	22,8

\* – Данные по 2019 г. не приведены из-за корректировки инструментария исследования.  
Источник: Мониторинг ЦЭНО ИПЭИ РАНХиГС.

вуют (возможно, часть педагогов не захотела об этом сообщить). В большей степени дополнительными подработками занимаются молодые учителя: на регулярной основе — 29,4% учителей в возрасте до 30 лет и 32,0% учителей в возрасте от 30 до 39 лет. Самой большой группой учителей, не имеющих регулярных подработок, стали педагоги 60 лет и старше — 67,5%. (См. рис. 5.)

Среди респондентов-учителей треть занималась репетиторством, причем 12,8% — на регулярной основе (11,5% в 2019 г.). Как правило, речь шла о подготовке учащихся к экзаменам, ликвидации пробелов в знаниях по общеобразовательным предметам и т.д. В большей степени в данном виде дополнительного заработка заинтересованы учителя в возрасте 30–39 лет (18,4%), а также молодые учителя (19,0%). О периодических подработках сообщили примерно одинаковые доли учителей всех возрастных групп — от 20,9 до 24,3%. (См. табл. 6.)

Уровень своего материального положения как «средний» оценили 50,1% учителей (49,2% в 2019 г.), считают его «ниже среднего» 36,5% респондентов (34,6%), а к «низкому» его отнесли 11,0% опрошенных (14,0%). Лишь незначительная доля педагогов, как и в прошлом году, определила уровень своего материаль-

ного благосостояния как «выше среднего» (2,1%) и «высокий» (0,2%). Наибольшее число педагогов, которые оценивают свое материальное положение на среднем уровне, это молодые учителя (61,3%) и учителя в возрасте 30–39 лет (58,9%). Наиболее тяжелым назвали свое материальное положение учителя в возрасте 40–49 лет (50,6% оценили его уровень как «низкий» и «ниже среднего»), а также учителя в возрасте 50–59 лет (55,6%). Это может быть связано с возрастанием расходов в семьях учителей данных возрастных групп — например, расходов на детей, на решение жилищной проблемы и т.д. Наибольшая доля учителей, которые оценили свое материальное положение как «тяжелое», работали в школах региональных столиц (50,1%), где по сравнению с малыми городами и сельской местностью выше стоимость жизни и, соответственно, выше уровень расходов семей. (См. табл. 7.)

В целом размером заработной платы удовлетворены 31,6% опрошенных учителей, из них полностью — лишь 4,2% (в 2019 г. — 31,9 и 4,4% соответственно). По сравнению с педагогами, работающими в городских школах, среди сельских учителей (35,0%) больше тех, кого устраивает размер заработной платы. Это может быть связано как с более высоким по срав-

**Рис. 5. Информация учителей о наличии дополнительного заработка в 2020 г., в %**

Период исследования	2019 г.	21,6	26,5	51,9
	2020 г.	21,7	25,9	52,4
Тип поселения	Региональная столица	27,7	32,2	40,1
	Город	22,0	25,7	52,3
	Село	12,2	16,9	70,9
Ваш возраст	До 30 лет	29,4	30,2	40,3
	30-39 лет	32,0	26,4	41,6
	40-49 лет	20,8	26,5	52,8
	50-59 лет	16,8	25,5	57,8
	60 лет и старше	12,2	20,3	67,5

■ Да, регулярно ■ Да, время от времени ■ Нет

Источник: Мониторинг ЦЭНО ИПЭИ РАНХиГС.

**Таблица 6**  
Информация учителей о подработках в качестве репетитора в 2020 г., в %

Наименование показателя	Подрабатываете ли Вы в качестве репетитора?		
	Да, регулярно	Да, время от времени	Нет
Период исследования			
2019 г.	11,5	22,4	66,1
2020 г.	12,8	22,1	65,1
Тип поселения			
Региональная столица	19,0	27,5	53,5
Город	11,7	22,8	65,4
Село	5,1	12,8	82,1
Ваш возраст			
До 30 лет	19,0	21,8	59,3
30-39 лет	18,4	24,3	57,3
40-49 лет	12,1	20,9	67,0
50-59 лет	9,2	21,6	69,2
60 лет и старше	8,4	23,2	68,4
Вы преподаете			
Учащимся 1-4 классов	10,6	20,2	69,2
Учащимся 5-11 классов	12,7	23,1	64,2
Учащимся 1-11 классов	17,7	21,6	60,8

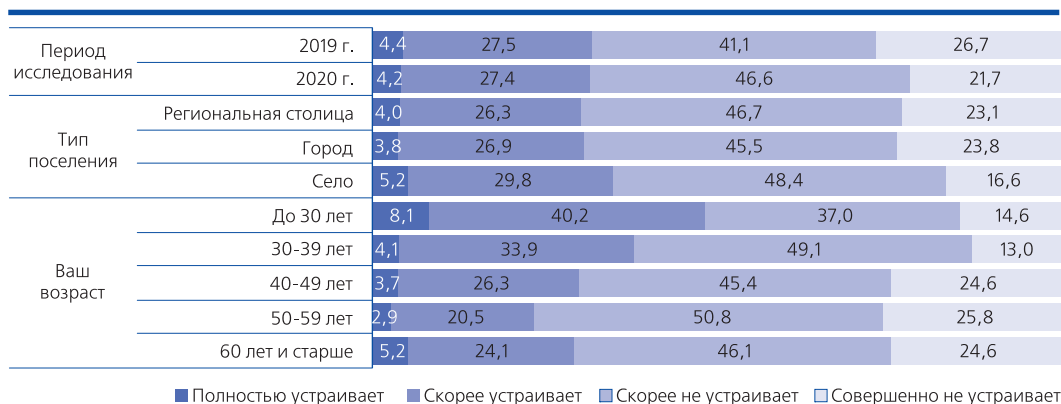
Источник: Мониторинг ЦЭНО ИПЭИ РАНХиГС.

**Таблица 7**  
Оценка учителями уровня своего материального положения в 2020 г., в %

Наименование показателя	Как Вы оцениваете свой нынешний уровень материального положения?				
	Высокий	Выше среднего	Средний	Ниже среднего	Низкий
Период исследования					
2019 г.	0,1	2,1	49,2	34,6	14,0
2020 г.	0,2	2,1	50,1	36,5	11,0
Тип поселения					
Региональная столица	0,0	2,5	47,4	38,1	12,0
Город	0,4	2,2	49,8	36,7	10,9
Село	0,4	1,3	54,5	34,0	9,8
Ваш возраст					
До 30 лет	0,0	4,4	61,3	26,6	7,7
30-39 лет	0,3	1,9	58,9	29,9	9,1
40-49 лет	0,6	1,9	46,9	40,1	10,5
50-59 лет	0,0	1,5	42,9	42,0	13,6
60 лет и старше	0,0	2,1	51,5	33,8	12,7
Вы преподаете					
Учащимся 1-4 классов	0,2	2,6	44,3	40,2	12,8
Учащимся 5-11 классов	0,2	1,8	53,1	35,1	9,8
Учащимся 1-11 классов	0,6	2,4	51,5	34,4	11,1

Источник: Мониторинг ЦЭНО ИПЭИ РАНХиГС.

Рис. 6. Удовлетворенность учителей размером заработной платы в 2020 г., в %



Источник: Мониторинг ЦЭНО ИПЭИ РАНХиГС.

нению с односельчанами уровнем оплаты труда учителей, так и с узостью рынка труда в сельской местности. Можно отметить, что около половины молодых учителей в возрасте до 30 лет (48,3%) удовлетворены размером заработной платы, что может объясняться поддержкой молодых специалистов на региональном уровне<sup>4</sup>, а также материальной помощью молодежи со стороны родителей, отсутствием или относительно низкими расходами на свою семью, детей и т.д. (См. рис. 6.)

Учителя играют ключевую роль в повышении качества общего образования. Привлечение в отрасль высококвалифицированных специалистов, закрепление в системе образования молодых педагогов зависит от многих факторов, и одним из наиболее значимых из них является обеспечение достойного уровня оплаты труда педагогических работников.

Как показало социологическое исследование, за последний год размер заработной платы повысился у трети учителей, при этом объем учебной нагрузки остается высоким, а около половины опрошенных педагогов вынуждены искать дополнительный заработок. Также, как отмечают сами педагоги, размер оплаты труда большинства учителей не достигает уровня средней заработной платы по экономике региона. Имеет место значительная дифференциация зарплат учителей, хотя две трети самих педагогов и считают ее несущественной.

Все это подтверждает необходимость изменения подходов к формированию системы оплаты труда педагогических работников. Разработка мер, направленных на установление единых требований к оплате труда педагогов, является актуальной и своевременной. ■

<sup>4</sup> См., например: Приказ Департамента образования и молодежной политики Ханты-Мансийского автономного округа – Югры от 2 марта 2017 г. № 3-нп «Об утверждении Положений об установлении систем оплаты труда работников государственных образовательных организаций Ханты-Мансийского автономного округа – Югры, подведомственных Департаменту образования и молодежной политики Ханты-Мансийского автономного округа – Югры» (с изменениями на 9 декабря 2020 г.). URL: <https://docs.cntd.ru/document/429099438>

**Литература**

1. Итоги федерального статистического наблюдения в сфере оплаты труда отдельных категорий работников социальной сферы и науки в 2020 году / Федеральная служба государственной статистики. URL: [https://rosstat.gov.ru/labor\\_market\\_employment\\_salaries](https://rosstat.gov.ru/labor_market_employment_salaries)
2. Итоги федерального статистического наблюдения в сфере оплаты труда отдельных категорий работников социальной сферы и науки в 2019 году / Федеральная служба государственной статистики. URL: [https://rosstat.gov.ru/labor\\_market\\_employment\\_salaries](https://rosstat.gov.ru/labor_market_employment_salaries)
3. Мониторинг общего образования: социологические аспекты. Сер.: Научные доклады: образование / Е.М. Авраимова, Т.Л. Клячко, Д.М. Логинов [и др.]. М.: Изд. дом «Дело» РАНХиГС, 2019.
4. Правительство разрабатывает предложения по установлению единых требований к оплате труда учителей / Минпросвещения России. 23 декабря 2020 г. URL: <https://edu.gov.ru/press/3278/pravitelstvo-razrabatyvaet-predlozheniya-po-ustanovleniyu-edinyh-trebovaniy-k-oplate-truda-uchiteley/>
5. Рейтинг социально-экономического положения регионов—2020. URL: <https://riarating.ru/infografika/20200602/630170513.html>
6. Сергей Кравцов: «Мы не допустим снижения заработных плат учителей» / Минпросвещения России. 13 апреля 2020 г. URL: <https://edu.gov.ru/press/2332/sergey-kravcov-my-ne-dopustim-snizheniya-zarabotnyh-plat-uchiteley/>
7. Совфед может поддержать единые требования к оплате труда педагогов / Федеральное агентство новостей. 4 декабря 2020 г. URL: <https://riafan.ru/1347530-sovfed-mozhet-podderzhat-edinye-trebovaniya-k-oplate-truda-pedagogov/>
8. Эффективность школьного образования: позиция учителей. Сер.: Научные доклады: образование / Е.М. Авраимова, Т.Л. Клячко, Д.М. Логинов [и др.]; под ред. Т.Л. Клячко. М.: Изд. дом «Дело» РАНХиГС, 2017.

**References**

1. Results of federal statistical observation in the field of salaries of certain categories of workers in the social sphere and science in 2020 / Federal State Statistics Service. URL: [https://rosstat.gov.ru/labor\\_market\\_employment\\_salaries](https://rosstat.gov.ru/labor_market_employment_salaries)
2. Results of federal statistical observation in the field of salaries of certain categories of workers in the social sphere and science in 2019 / Federal State Statistics Service. URL: [https://rosstat.gov.ru/labor\\_market\\_employment\\_salaries](https://rosstat.gov.ru/labor_market_employment_salaries)
3. Monitoring of School Education: Sociological Aspects. Ser.: Scientific Papers: Education / E.M. Avraamova, T.L. Klyachko, D.M. Loginov et al. Moscow. RANEPА Publishing House. 2019.
4. The government is developing proposals to establish uniform requirements for teachers' salaries / Ministry of Education of Russia. December 23, 2020. URL: <https://edu.gov.ru/press/3278/pravitelstvo-razrabatyvaet-predlozheniya-po-ustanovleniyu-edinyh-trebovaniy-k-oplate-truda-uchiteley/>
5. Rating of the socio-economic situation of the regions—2020. URL: <https://riarating.ru/infografika/20200602/630170513.html>
6. Sergey Kravtsov: «We will not allow decrease in teachers' salaries» / Ministry of Education of Russia. April 13, 2020. URL: <https://edu.gov.ru/press/2332/sergey-kravcov-my-ne-dopustim-snizheniya-zarabotnyh-plat-uchiteley/>
7. Federation Council can support uniform requirements for teachers' salaries / Federal News Agency. December 4, 2020. URL: <https://riafan.ru/1347530-sovfed-mozhet-podderzhat-edinye-trebovaniya-k-oplate-truda-pedagogov/>
8. School Effectiveness: Teacher Position. Ser.: Scientific Papers: Education / E.M. Avraamova, T.L. Klyachko, D.M. Loginov et al.; ed. by T.L. Klyachko. Moscow. RANEPА Publishing House. 2017.

**Teachers' Salaries: Are There Changes?**

**Tatyana L. Klyachko** — Director of Center of the Economics for Continuing Education of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Doctor of Economic Sciences, Professor (Moscow, Russia). E-mail: [tlk@ranepa.ru](mailto:tlk@ranepa.ru)

**Elena A. Semionova** — Leading Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: [semionova-ea@ranepa.ru](mailto:semionova-ea@ranepa.ru)

**Galina S. Tokareva** — Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: [tokareva-gs@ranepa.ru](mailto:tokareva-gs@ranepa.ru)

*The Center for Continuing Education Economics of the Institute for Applied Economic Research, RANEPA, conducts annual monitoring of school education, task is to track current trends and changes in the field of education. As part of the monitoring, a sociological survey of parents of students, teachers and school principals of different types of settlements in Russian regions, differentiated by socio-economic status, is carried out, and open statistical data on the state and development of the general education system are analyzed. In 2020, monitoring was carried out before the World Health Organization declared an outbreak of a new type of coronavirus (COVID-19) a pandemic, which made it possible not only to identify problem areas of the education system, but also to create a basis for comparing the results of activities in normal conditions and in a situation of functioning during forced restrictions.*

*The article was written on the basis of the RANEPA state assignment research program.*

**Key words:** monitoring, school education, teaching staff, 'teachers' salaries.

**JEL-codes:** D31.

## Регионы

### РЕГИОНАЛЬНЫЕ БЮДЖЕТЫ В ПЕРВОМ КВАРТАЛЕ 2021 г.: СОБСТВЕННЫЕ ДОХОДЫ ВОССТАНАВЛИВАЮТСЯ

А. Н. ДЕРЮГИН

Несмотря на продолжающуюся пандемию коронавирусной инфекции, по итогам первого квартала 2021 г. доходы консолидированных бюджетов регионов не только не сократились по сравнению с первым кварталом 2020 г., но и продемонстрировали заметный рост, который был обеспечен не только за счет роста трансфертов из федерального бюджета, но и за счет роста собственных налоговых и неналоговых доходов (+9,0%) региональных и местных бюджетов.

Долговая нагрузка регионов, хотя и выросла за последние 12 месяцев, остается существенно ниже своего максимального для конца марта значения в 33,8%, зафиксированного на 1 апреля 2016 г.

По итогам первого полугодия 2021 г. можно ожидать двузначных темпов прироста собственных налоговых и неналоговых доходов консолидированных бюджетов субъектов РФ, а основной тенденцией в структуре государственного долга регионов до конца текущего года будет замещение коммерческих кредитов бюджетными. Не исключен также рост долговой нагрузки субъектов РФ, ранее проводивших жесткую бюджетную политику и имеющих на данный момент низкий уровень государственного долга.

**Ключевые слова:** бюджеты регионов, доходы бюджетов регионов, расходы региональных бюджетов, межбюджетные трансферты, региональный долг.

**JEL:** H61, H62, H63, H71, H72, H74, H77.

#### Доходы

Согласно предварительным данным об исполнении консолидированных бюджетов субъектов РФ за первый квартал 2021 г. общий объем доходов по сравнению с тем же периодом 2020 г. вырос на 12,0% и составил 3,43 трлн руб. При этом основной квартальный рост пришелся на март (по итогам февраля прирост составил 5,2%).

Из крупных доходных источников региональных и местных бюджетов основными драйверами роста стали налог на прибыль организаций (+29,7%), акцизы (+14,4%), налоги на совокупный доход (+13,3%) и межбюджетные трансферты (+24,3%). Благодаря им темпы роста доходов консолидированных бюджетов субъектов РФ оказались существенно выше уровня инфляции за рассматриваемый период<sup>1</sup>. Несколько медленнее рос НДС (+3,5%), а имущественные налоги продемонстрировали снижение на 23,4%.

Общие высокие показатели темпов роста межбюджетных трансфертов в первом квартале 2021 г. обязаны субсидиям (+119,7%), иным межбюджетным трансфертам (+150,3%) и в меньшей степени субвенциям (+31,9%), в то время как объем дотаций заметно сократился (-18,6%).

Абсолютное большинство субъектов РФ (77) в исследуемый период продемонстрировали положительные темпы роста доходов консолидированных бюджетов. Лидерами роста стали относительно обеспеченные регионы: Самарская (+47,6%), Белгородская (+42,9) и Липецкая (+41,6%) области. У двух последних регионов данный результат отчасти объясняется низкой базой прошлого года. С наибольшим сокращением доходов консолидированных бюджетов столкнулись Сахалинская область (-51,1%), Ямало-Ненецкий автономный округ (-25,7%) и Республика Крым (-18,0%), что во всех трех случаях свя-

Дерюгин Александр Николаевич, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации; старший научный сотрудник Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара (Москва), e-mail: deryugin@ranepa.ru

<sup>1</sup> По данным Росстата, ИПЦ в первом квартале 2021 г. по отношению к соответствующему кварталу 2020 г. составил 105,55%.

зано с эффектом высокой базы 2020 г. (по темпам роста доходов консолидированного бюджета по итогам первого квартала 2020 г. Сахалинская область, ЯНАО и Республика Крым занимали 1-е, 2-е и 8-е места соответственно).

Таким образом, по итогам трех первых месяцев 2021 г., несмотря на продолжающуюся пандемию коронавирусной инфекции, доходы консолидированных бюджетов регионов не только не сократились по сравнению с относительно благополучным первым кварталом предыдущего года, но и заметно увеличились, что было обеспечено не только ростом трансфертов из федерального бюджета, но и ростом собственных налоговых и неналоговых доходов (+9,0%) региональных и местных бюджетов. Принимая во внимание рекордные падения поступлений по основным налоговым источникам в апреле и мае 2020 г., по итогам первого полугодия 2021 г. можно ожидать двузначных темпов прироста собственных налоговых и неналоговых доходов консолидированных бюджетов субъектов РФ.

### Расходы

В первом квартале 2021 г. расходы консолидированных бюджетов регионов составили 3,10 трлн руб., увеличившись к соответствующему периоду 2020 г. на 14,4%, что выше как уровня инфляции, так и темпов роста бюджетных доходов и является продолжением тенденций 2019 и 2020 гг., когда темпы роста бюджетных расходов превышали 14%.

Бюджетные расходы выросли в 79 субъектах РФ, а в 65 из них рост превысил инфляцию за аналогичный период. Лидерами по увеличению бюджетных расходов стали Самарская область (+50,0%), г. Севастополь (+42,7%), а также Республика Ингушетия (+40,0%), которые одновременно находятся в числе лидеров роста бюджетных доходов (1-е, 14-е и 12-е места соответственно). Снизились расходы консолидированных бюджетов Чукотского автономного округа (-10,7%), Сахалинской области (-10,5%) и Республики Крым (-8,8%),

что также в значительной степени обусловлено текущей динамикой их бюджетных доходов.

Темпы прироста расходов на предоставление субсидий бюджетным, автономным учреждениям и иным некоммерческим организациям (являющихся основной статьей расходов региональных и местных бюджетов и составивших в первом квартале 2021 г. 42,6% общего объема расходов консолидированных бюджетов субъектов РФ) не превысили темпов прироста бюджетных доходов и составили 9,4%. Наибольший рост наблюдался по расходам на капитальные вложения в объекты недвижимого имущества государственной (муниципальной) собственности (+35,1%), социальное обеспечение и иные выплаты населению (+22,7%) (что обусловлено продолжением реализации антикризисных программ поддержки населения, которых в январе-марте 2020 г. еще практически не было), а также иными бюджетным ассигнованиям (+45,0%).

Медленнее росли расходы на выплаты персоналу в целях обеспечения выполнения функций государственными (муниципальными) органами, казенными учреждениями, органами управления государственными внебюджетными фондами (+0,1%), а также на закупку товаров, работ и услуг для государственных (муниципальных) нужд (+7,6%). Несмотря на существенный рост коммерческой части объема государственного долга регионов (объем ценных бумаг и кредитов от кредитных организаций вырос на 26,1%), расходы на его обслуживание в рассматриваемый период по сравнению с аналогичным временным интервалом 2020 г. сократились на 0,1%, что связано со снижением процентных ставок в экономике.

### Сбалансированность региональных бюджетов и государственный долг

Несмотря на более высокие темпы роста в первом квартале 2021 г. расходов консолидированных бюджетов регионов по сравнению с доходами, субфедеральные бюджеты в целом

были исполнены в этот период с профицитом (325,5 млрд руб.), что является сезонной особенностью данного периода.

Рекордный уровень бюджетного дефицита регионов в 2020 г. привел к росту государственного долга субъектов РФ, который на 1 апреля 2021 г. достиг 2,44 трлн руб., что, хотя и на 2,3% ниже уровня на 1 января 2021 г., на 18,6% выше соответствующего уровня по состоянию на 1 апреля 2020 г.

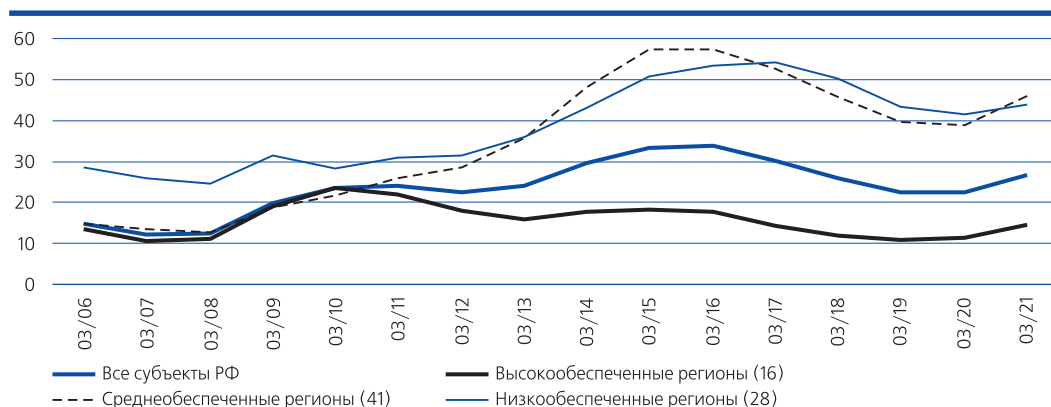
Средняя долговая нагрузка субъектов РФ выросла до 26,7%<sup>2</sup>, на 4,2 п.п. превысив уровень на 1 апреля 2020 г. (22,5%), но оставшись существенно ниже своего максимального для конца марта значения в 33,8%, зафиксированного 1 апреля 2016 г. (См. рисунок.) У средне- и низкообеспеченных регионов<sup>3</sup> долговая нагрузка остается выше среднего уровня (соответственно 46,0 и 44,0%). Высокий уровень государственного долга, превышающий 100% объема налоговых и неналоговых доходов региона, наблюдался у республик Мордовия

(195,8%) и Хакасия (140,0%) и у Удмуртской Республики (128,4%), которая относительно недавно вошла в когорту регионов с очень высоким уровнем государственного долга.

За период с 1 апреля 2020 г. по 1 апреля 2021 г. государственный долг вырос у 51 субъекта РФ, а долговая нагрузка – у 63. Лидерами по темпам прироста государственного долга стали г. Санкт-Петербург (+182,4%), Пермский край (+150,8%) и Кемеровская область–Кузбасс (+85,9%), а по величине прироста долговой нагрузки – Удмуртская Республика (+33,2 п.п.), Республика Калмыкия (+29,3 п.п.) и Кемеровская область–Кузбасс (+28,3 п.п.).

Дальнейшая динамика долговой нагрузки регионов будет зависеть от динамики их собственных налоговых и неналоговых доходов, объемов финансовой помощи им из федерального бюджета, а также перспектив сворачивания антикризисных мероприятий по поддержке населения и экономики. Высокие текущие темпы роста собственных доходов субъек-

### Долговая нагрузка субъектов Федерации с различным уровнем бюджетной обеспеченности, в %



Источник: рассчитано автором по данным Министерства финансов РФ и Федерального казначейства.

<sup>2</sup> Определяемая как отношение объема государственного долга к объему налоговых и неналоговых доходов бюджета субъекта РФ.

<sup>3</sup> Уровень бюджетной обеспеченности субъекта РФ определяется в соответствии с методологией, утвержденной постановлением Правительства РФ от 22.11.2004 г. № 670 «О распределении дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности субъектов РФ». Высокообеспеченными регионами будем считать 16 субъектов РФ, уровень расчетной бюджетной обеспеченности которых по расчетам на 2021 г. превышал 1,0, среднеобеспеченными – 41 субъект РФ с уровнем расчетной бюджетной обеспеченности на 2021 г. до распределения выравнивающих дотаций от 0,6 до 1,0 и низкообеспеченными – 28 субъектов РФ с уровнем расчетной бюджетной обеспеченности на 2021 г. ниже 0,6.

ектов РФ, реализация предложений Президента РФ по их поддержке, а также неплохие темпы вакцинации населения, позволяющие ускорить завершение антикризисным мер, во-первых, будут способствовать сдерживанию темпов роста государственного долга регионов и их долговой нагрузки, а во-вторых — за счет увеличения доли бюджетных кредитов в структуре государственного долга регионов — сдерживанию роста расходов на обслуживание государственного долга.

Изменения структуры государственного долга регионов за период с 1 апреля 2020 г. по 1 апреля 2021 г. повторяли динамику прошлых лет: доля бюджетных кредитов стабилизировалась на уровне 48,3%, доля кредитов от кредитных организаций сократилась до 20,3%, что уже близко к минимуму для конца марта за период с 2006 г. (19,5% в 2011 г.), доля ценных бумаг продолжила рост, достигнув 28,6%, а

государственные гарантии обновили свой минимум — 2,5%.

Основной тенденцией в структуре государственного долга регионов до конца текущего года будет рост доли бюджетных кредитов, которые по предложению Президента РФ, включенному в Послание к Федеральному Собранию, будут замещать коммерческие кредиты, доля которых, в свою очередь, будет сокращаться. Не исключен также рост долговой нагрузки субъектов РФ, проводивших ранее жесткую бюджетную политику и имеющих низкий уровень государственного долга (прежде всего это большинство регионов-доноров, а также Владимирская область, Республика Крым, г. Севастополь, Республика Дагестан, Чеченская Республика, Республика Тыва, Алтайский и Приморский края и др.), которым в том же Послании были предложены долгосрочные инфраструктурные бюджетные кредиты по льготной ставке. ■

## Regional Budgets in Q1 2021: Own Revenues Are Recovering

**Alexander N. Deryugin** — Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration; Senior Researcher of the Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russia). E-mail: deryugin@ranepa.ru

*Despite the ongoing coronavirus pandemic, according to the Q1 2021 results, the revenues of the regions' consolidated budgets not only did not drop against Q1 2020, but also showed a noticeable increase, which was ensured not only by the growth of fiscal transfers from the federal budget, but also by the growth of their own tax and non-tax revenues (+9.0%) of regional and local budgets.*

*The debt burden of the regions, although it has increased over the past 12 months, remains significantly below its maximum for the end of March of 33.8%, recorded on April 1, 2016.*

*According to H1 2021 results, we can expect double-digit growth rates in tax and non-tax revenues of the consolidated budgets of the subjects of the Russian Federation, and the main trend in the structure of the regions' public debt until the end of this year will be the replacement of commercial loans with budget ones. It is also possible that the debt burden of the subjects of the Russian Federation, which previously pursued a strict budget policy and currently have a low level of public debt, will increase.*

**Key words:** regions' budgets, revenues of regional budgets, expenditures of regional budgets, intergovernmental fiscal transfers, regional debt.

**JEL-codes:** H61, H62, H63, H71, H72, H74, H77.



---

#### РЕДАКЦИЯ

**Ответственный секретарь:** Ирина Дементьева

**Редактор:** Ирина Карясова

**Компьютерная верстка:** Ольга Белобородова

**Адрес в Интернете:** <http://www.edrussia.ru>

**Электронный адрес:** [EDR-journal@iep.ru](mailto:EDR-journal@iep.ru)

**Учредитель:** Фонд «Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара»

Журнал зарегистрирован в Роскомнадзоре. Свидетельство о регистрации ПИ № ФС77-46259 от 17.08.11

**Редакционно-издательский отдел:** начальник отдела – Нина Главацкая, тел.: +7 (495) 629-43-21

#### EDITORIAL TEAM

**Executive Secretary:** Irina Dementieva

**Editor:** Irina Karyasova

**Typesetting:** Olga Beloborodova

**Website:** <http://www.edrussia.ru>

**E-mail address:** [EDR-journal@iep.ru](mailto:EDR-journal@iep.ru)

**Founder:** Gaidar Institute for Economic Policy Foundation

The journal is registered by the Federal Service for Supervision in the Sphere of Information Technologies and Mass Communications (Roskomnadzor). Registration Certificate PI № FS77-46259 from 17.08.11

**Publishing Department:** Head of Department – Nina Glavatskaya, phone: +7 (495) 629-43-21