



# ЭКОНОМИКА РОССИИ ПОД САНКЦИЯМИ: ОТ АДАПТАЦИИ К УСТОЙЧИВОМУ РОСТУ

Доклад НИУ ВШЭ



ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ  
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

**К XXIV Ясинской  
(Апрельской)  
международной  
научной конференции  
по проблемам развития  
экономики и общества**

2023 г.

ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ  
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

---

# ЭКОНОМИКА РОССИИ ПОД САНКЦИЯМИ: ОТ АДАПТАЦИИ К УСТОЙЧИВОМУ РОСТУ

*Доклад НИУ ВШЭ*



---

Издательский дом  
Высшей школы экономики  
Москва, 2023

УДК 327.8:341.655

ББК 65.428

Э40



<https://elibrary.ru/tbvxlpx>

Под редакцией

*Н.В. Акиндиновой*

Авторы:

*Н.В. Акиндинова, Д.А. Авдеева, В.А. Бессонов, С.В. Гришунин, В.В. Миронов,  
Е.И. Наумцева, С.Г. Пухов, Д.В. Тихомиров, Н.В. Цехомский, Л.И. Якобсон*

**Экономика России** под санкциями: от адаптации к устойчивому росту  
Э40 [Текст]: докл. к XXIV Ясинской (Апрельской) междунар. науч. конф. по проблемам развития экономики и общества, Москва, 2023 г. / Н. В. Акиндинова, Д. А. Авдеева, В. А. Бессонов и др. ; под ред. Н. В. Акиндиновой ; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». — М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2023. — 63 с. — ISBN 978-5-7598-2786-3 (в обл.). — ISBN 978-5-7598-2852-5 (e-book).

Доклад посвящен анализу процесса адаптации российской экономики к санкционному режиму и возможностей для ее возвращения на траекторию роста. Исследование содержит краткий обзор санкций, введенных в течение года западными странами в сфере торговли, логистики, финансов и на других направлениях, и описание механизмов адаптации отдельных секторов экономики и государственной политики. В условиях растущих ограничений в российской экономике идет перестройка структуры внешней торговли и платежного баланса, товарных и финансовых потоков, развитие параллельного импорта. В промышленности разнонаправленная динамика отраслей связана с перестройкой бизнесом логистических цепочек, с освоением освободившихся ниш после ухода западных компаний. В финансовом секторе на фоне ухода нерезидентов и нарастания бюджетных ограничений идет расширение рынка внутренних заимствований, синдицированного кредитования и инструментов проектного финансирования. Возможности выхода на траекторию роста связаны как с дальнейшей подстройкой экономики через действие рыночных механизмов, так и со структурной политикой государства в отношении отраслей, столкнувшихся с ограничениями и находящихся на разных стадиях технологического развития. В новых условиях также усиливается значение инфраструктурной политики и сохранения человеческого капитала. Ключевой проблемой является поиск баланса между необходимыми реакциями на текущие вызовы и формированием траектории дальнейшего развития.

УДК 327.8:341.655

ББК 65.428

Опубликовано Издательским домом Высшей школы экономики  
<http://id.hse.ru>

ISBN 978-5-7598-2786-3 (в обл.)

ISBN 978-5-7598-2852-5 (e-book)

© Авторы, 2023

## **СОДЕРЖАНИЕ**

Резюме доклада .....	4
1. Обзор санкционной политики западных стран в отношении России .....	15
2. Адаптация платежного баланса и внешней торговли .....	25
3. Адаптация экономики и промышленного производства .....	33
4. Адаптация финансового сектора .....	48
5. Возможности перехода к устойчивому росту .....	55
Авторы доклада .....	61

## РЕЗЮМЕ ДОКЛАДА

Весной 2022 г. развитие экономики России стало приобретать существенно новые черты. Первоначально этот процесс складывался из защитных реакций государства и бизнеса на шоки, источником которых явилось беспрецедентно мощное и консолидированное санкционное давление. Санкции затрагивают государственные долг и активы, банковский сектор, торговые отношения и инвестиции, транспортное сообщение и визовый режим, а также активы отдельных лиц и компаний. Реакции на них оказались в целом успешными, они продемонстрировали прочность созданных в нашей стране рыночных институтов, компетентность предпринимателей и эффективность действий государственных органов. Вместе с тем довольно скоро стала очевидна необходимость перехода от действий, направленных на поддержание жизнеспособности экономики, к раскрытию возможностей, адекватных новым условиям, и реформатированию среднесрочных и долгосрочных стратегий государства и бизнеса.

Одним из ключевых факторов адаптации к санкционному режиму в 2022 г. стало рекордное увеличение стоимости экспорта товаров, связанное с постепенным вводом санкционных ограничений и благоприятной ценовой конъюнктурой, что при одновременном уменьшении стоимости импорта привело к расширению текущего счета и укреплению курса рубля. В свою очередь, укрепление рубля способствовало смягчению проявившихся в течение года инфляционных тенденций и облегчило Банку России задачу стабилизации денежной сферы. Нефтегазовые доходы федерального бюджета выросли на 28%, несмотря на продажу нефти со значительным дисконтом к мировым ценам, что существенно поддержало общую динамику бюджетных поступлений (+10% за 2022 г.).

В 2023 г. происходит ухудшение мировой конъюнктуры, а также усиливается негативное влияние санкционных ограничений в виде «потолка» цен на нефть и нефтепродукты. Это становится существенным фактором сокращения экспорта, что в сочетании с ростом импорта ведет к снижению профицита текущего счета платежного баланса и ослаблению курса рубля. Уменьшение объемов экспорта углеводородов ведет также к сокращению нефтегазовых

поступлений в федеральный бюджет и общему сокращению бюджетных доходов.

Искусственное сокращение импорта резко затормозило бы выстраивание новых цепочек формирования стоимости и, негативно повлияв на потребление населения, могло стать значимым фактором социальной напряженности. Следовательно, для преодоления негативных тенденций платежного баланса недопустимо идти по пути искусственного закрытия экономики. Единственно правильный путь — не сокращение сети международных связей, а ее быстрое обновление, замещение прежних партнеров и форматов взаимодействия новыми. Это предполагает максимальное поощрение разумных инициатив бизнеса, в том числе среднего и малого, в противовес избыточному регулированию и стремлению немедленно получать фискальные эффекты. Объективным преимуществом России является протяженная граница со странами, не присоединившимися к санкциям, что отчасти нивелирует их эффект. Инструментами дальнейшей адаптации к санкционному режиму будут развитие альтернативных маршрутов экспортных поставок и расширение практик параллельного импорта.

Данные о структуре ВВП, рассчитанного методом использования, свидетельствуют о заметном влиянии санкций на российскую экономику, особенно через каналы внешней торговли. Согласно годовым оценкам Росстата, при сокращении экономики на 2,1% в 2022 г. наиболее сильно сократились импорт (–17,7%) и экспорт (–15,1%) товаров и услуг. Динамика внутреннего спроса — расходов на конечное потребление домашних хозяйств (–1,8%) и валового накопления основного капитала (+5,2%) — была значительно благоприятнее, чем в 2020 г., что отчасти объясняется спецификой кризиса 2020 г. (локдаун, социальное дистанцирование и пр.), а отчасти — продолжением в 2022 г. начатых ранее инвестиционных программ, необходимостью инвестиций для оперативной перестройки экономики в условиях санкций и переключением потребителей на отечественную продукцию.

Главным фундаментальным фактором, объясняющим относительно небольшое падение ВВП, стали в целом рыночный характер российской экономики и высокая адаптивность российского бизнеса. В условиях гибкости цен и при наличии ранее накопленных запасов импортной продукции предприятия смогли довольно

оперативно наработать новые хозяйственные связи внутри страны и на внешнем рынке взамен утраченных. Со стороны государства этому способствовало некоторое смягчение регулирования (в частности, разрешение параллельного импорта).

Вторым фактором стал масштабный бюджетный стимул со стороны правительства: согласно плану в 2022 г. расходы федерального бюджета должны были составить 23,7 трлн руб., а фактически выросли до 31,1 трлн руб., таким образом дополнительно в экономику поступило из бюджета 7,4 трлн руб., или 5,1% ВВП. Дополнительный прирост ресурсов предприятий за счет введения отсрочки по страховым взносам во II и III кварталах 2022 г. составил еще 0,5% ВВП.

Несмотря на наличие нескольких видов промышленной продукции, по которым наблюдается снижение производства, к концу 2022 г. производство с поправкой на сезонность стабилизировалось или даже частично либо полностью восстановилось практически по всем позициям, которые пострадали в результате введения санкций. Это свидетельствует в пользу того, что российская промышленность в целом адаптируется к санкциям, введенным к настоящему времени.

Можно выделить два основных канала влияния санкций на российскую промышленность. К первому из них относятся попытки ограничения спроса на мировых рынках на продукцию российского экспорта. Это повлияло на производство энергоносителей, топлива, металлов, крупнотоннажной химической продукции, древесины и изделий из дерева, т.е. на добычу полезных ископаемых и на ряд видов продукции первых переделов обрабатывающих производств. Восстановления докризисного уровня производства здесь следует ожидать лишь после завершения процесса переориентации поставок продукции на другие рынки и решения связанных с этим проблем логистики, проведения денежных расчетов и т.п.

Второй канал влияния санкций состоит в прекращении поставок в Россию потребительских и инвестиционных товаров, а также комплектующих для производства продукции ряда секторов обрабатывающей промышленности, ориентированной на внутренний рынок. Это в первую очередь автомобили и комплектующие для их производства, а также продукция электронной промышленности, отдельные потребительские товары длительного пользования

и ряд других. Здесь восстановление объемов производства произойдет после завершения процесса реструктуризации цепочек поставок комплектующих и в какой-то мере в результате процессов вынужденного импортозамещения.

Как и при восстановлении уровня промышленного производства после коронакризиса, позитивное влияние на динамику промышленного производства оказывают меры государственной поддержки населения и бизнеса, а также перераспределение потребительского спроса с внешнего рынка в пользу внутреннего. Помимо этого, позитивное влияние окажут проекты по развитию дорожной и иной гражданской инфраструктуры, расширение строительства (в частности, жилищного), а также восстановление инфраструктуры и экономики новых регионов. Все это формирует спрос на строительные материалы, строительную технику, бытовую технику, мебель и т.п. Также следует ожидать роста производства продукции секторов, в которых санкции вынуждают проводить импортозамещение (скажем, в производстве комплектующих для автомобильной промышленности). Наконец, проведение специальной военной операции сопровождается увеличением объемов производства вооружений и военной техники.

С учетом ожидаемого сокращения бюджетных доходов в 2023 г. дальнейшее расширение бюджетных программ стимулирования экономики способно создать чрезмерные риски для макроэкономической стабильности. Завершение адаптации будет зависеть от подстройки экономики и особенно бюджетной системы к более низкому уровню экспортных доходов. В этих условиях бюджетные меры поддержки станут более избирательными, тогда как опора на рыночные механизмы будет усиливаться.

Среди факторов, способствующих переходу к фазе восстановления российской обрабатывающей промышленности на рыночной основе, укажем лишь на два. Во-первых, в результате ухода зарубежных производителей с российского рынка на нем освободились соответствующие ниши, что создает спрос на отечественную продукцию. Во-вторых, снижение спроса на российские топливо и сырье и сокращение предложения конечной продукции на российском рынке изменили относительные цены производителей в пользу поставщиков конечной продукции. Это также должно простимулировать рост в обрабатывающих производствах.

Подводя итоги, следует констатировать, что возможности перехода к росту в среднесрочной перспективе связаны с развитием производства, ориентированного на внутренний рынок. Российский частный бизнес в 2022 г. доказал свою устойчивость к шокам, однако переход к развитию новых производств потребует дополнительных условий. В частности, устойчивый внутренний спрос вряд ли возможен без сохранения численности среднего класса (квалифицированных специалистов и предпринимателей) и постепенного роста его доходов, направляемых на приобретение современных высококачественных товаров и услуг. Без привлечения ресурсов среднего класса невозможен и рост инвестиций на базе внутренних сбережений.

Санкционные ограничения доступа на зарубежные финансовые рынки актуализировали проблему привлечения внутренних сбережений для финансирования бюджетного дефицита и инвестиций бизнеса.

Рублевый облигационный рынок испытал глубокий шок на фоне введения экономических санкций и резкого ужесточения денежно-кредитной политики в марте 2022 г. Однако начиная со второй половины 2022 г. — после смягчения денежно-кредитной политики и понимания долгосрочности санкций эмитентами — рублевый долговой рынок работал в усиленном режиме с целью как покрытия дефицита бюджета, так и рефинансирования текущих задолженностей и привлечения долгового капитала на развитие новых направлений в связи с переориентацией деятельности многих компаний с западных рынков на российский. Основным источником восстановления рублевого долгового рынка стали бумаги с рейтингами выше BBB+ по национальной рейтинговой шкале. Это связано с тем, что высококачественные эмитенты при закрытых внешних источниках финансирования вынуждены были переходить на выпуск рублевых инструментов. За 12 месяцев 2022 г. (без учета выпуска структурных бумаг и секьюритизованных выпусков) около 90% проведенных сделок было обеспечено эмитентами с рейтингом инвестиционного уровня, из которых более 60% имели рейтинги AAA.

Мы ожидаем, что в 2023 г. объем новых рыночных размещений на рынке рублевых корпоративных облигаций составит около 4,5–5,5 трлн руб., а его рост — более 20%. Большая часть новых рыночных размещений в 2023 г. будут представлены корпоратив-

ными облигациями с инвестиционными рейтингами. Этому будут способствовать «предпочтения качеству» — кредитные спреды по облигациям «умеренного» и «низкого» кредитного качества после расширения в 2022 г. вряд ли значительно сократятся.

Санкционное давление наиболее негативно отразилось на сегменте высокодоходных облигаций (ВДО), к которым в России относятся бумаги с рейтингом ниже BBB+ по национальной шкале.

Существенной инфраструктурной проблемой российского долгового рынка является уход из России международных рейтинговых агентств (Moody's, S&P и Fitch). Это сделало его «национальным островом», так как отсутствие международных рейтингов не позволяет инвестировать в российские облигации инвесторам не только из стран ЕАЭС, но даже из дружественных стран. В среднесрочной перспективе вопрос может быть решен путем выстраивания кооперации между национальными рейтинговыми агентствами России и стран БРИКС и взаимного признания рейтингов всех национальных агентств на пространстве БРИКС.

Очевидно, что, помимо облигационных займов, необходимым условием роста крупных инвестиций в нынешних обстоятельствах являются специальные формы долгосрочного финансирования на базе банковского кредита. В разные периоды 2017–2021 гг. крупнейшие компании имели приемлемую кредитную нагрузку (в среднем отношение долга к EBITDA составляло 1,7–2,6), реинвестировали порядка 50% EBITDA и имели значительные балансы денежных средств. Более половины рынка крупных кредитов в 2021–2022 гг. заняли крупномасштабные сделки проектного финансирования. Применение инструментов синдицированного финансирования для адаптации российских компаний к постсанкционным изменениям имеет хорошие перспективы. Средний срок синдицированных кредитов на рынке составляет 10–15 лет. Изменению профиля рынка способствовали совершенствование нормативно-правовой базы, появление «Фабрики проектного финансирования» ВЭБ.РФ, улучшение качества кредитной документации.

В целом в 2022 г. наблюдалась тенденция сужения круга финансовых инструментов, доступных для частных инвесторов на внутреннем фондовом рынке. В условиях повышенных рисков Банк России ужесточает ограничения для приобретения многих финансовых инструментов неквалифицированными инвесторами.

Продолжает повышаться интерес частных инвесторов к прямым вложениям в акции и облигации, однако вместе с этим возрастают риски слабой диверсификации их индивидуальных портфелей.

Для повышения привлекательности частных сбережений на внутреннем рынке в финансовом регулировании и бизнес-стратегиях предлагается реализовать подход, условно называемый «индивидуализацией портфелей частных инвесторов», который предполагает формирование портфелей с учетом индивидуально-го риск-профиля и предпочтений каждого инвестора за счет осознанного отбора финансовых инструментов разных поставщиков на конкурентной основе. Инструментами реализации данного подхода могут стать широкая диверсификация индивидуальных портфелей, инвестиции в открытые и биржевые паевые инвестиционные фонды (ПИФы) и применение факторных инвестиционных стратегий, позволяющих существенно улучшить параметры «доходности–риска» доступных частному инвестору ПИФов.

Успешной структурной трансформации российской экономики на фоне жестких санкционных ограничений благоприятствуют ее конкурентные преимущества естественного порядка, которые определяются географическим положением, богатством природных и энергетических ресурсов, а также относительно низкой стоимостью земли и рабочей силы. Вместе с тем значимы ограничения роста, связанные с недостаточной развитостью инфраструктуры и высокими транзакционными издержками. Успех тех полутора десятков стран, которые в последние десятилетия сумели обеспечить темпы роста ВВП на значительно опережающем средние показатели уровне, был основан на выявлении бизнес-сообществами и правительствами тех скрытых конкурентных преимуществ, которые связаны, во-первых, с поддержкой и защитой инноваторов-первопроходцев, внедряющих новую для национального рынка продукцию в сфере внутреннего производства и экспорта, и, во-вторых, с созданием государством жесткой и мягкой инфраструктуры, которая важна для успеха национальных компаний в условиях интенсивной конкуренции на мировом рынке. Под жесткой инфраструктурой при этом понимаются не только ее традиционные объекты (дороги, электроэнергетика, портовое хозяйство и т.д.), но и цифровая составляющая. Под мягкой инфраструктурой — «правила игры» и законодательство.

Необходимой предпосылкой освоения сравнительных преимуществ экономики конкретными бизнесами служит бесперебойная работа рыночной системы, призванной формировать адекватные ценовые сигналы и доводить их до предпринимателей. Это, разумеется, не исключает активной промышленной политики государства, потребность в которой в складывающихся условиях существенно возросла. Задачей является нахождение оптимального баланса промышленной политики и поддержки рыночной конкуренции.

Чтобы промышленная политика государства по поддержке инноваторов и развитию инфраструктуры была наиболее результативной, она должна быть в первую очередь нацелена на отрасли, которые обладают скрытыми сравнительными преимуществами. В соответствии с современными подходами к структурной политике таковыми, в частности, являются отрасли, которые, несмотря на низкие факторные издержки производства в международном сравнении, имеют слишком высокие транзакционные издержки из-за неадекватной жесткой и мягкой инфраструктуры. Выявить перспективные объекты приложения такой политики можно посредством оценки расстояния фактического состояния целевой отрасли до глобальной технологической границы, в частности, до уровня и динамики производительности мировых лидеров в той или иной отрасли, измеряемых соответственно уровнем выработки на одного занятого в сопоставимых ценах и ростом совокупной факторной производительности (СФП). Целесообразной, с точки зрения авторов доклада, была бы следующая дифференциация акцентов промышленной политики для шести категорий отраслей в российской экономике:

1) для отрасли, которая пока находится на значительном расстоянии до глобальной технологической границы по уровню подушевой выработки, но имеет высокие темы роста СФП, государству следует в первую очередь выявить ограничения в инфраструктуре, финансировании, человеческом капитале и т.д. и способствовать их устранению;

2) для отраслей с относительно низким уровнем выработки и низким темпом роста СФП, помимо перечисленных условий, важны стимулы для облегчения технологического рывка за счет создания принципиально новых технологий или догоняющего развития (освоения имеющихся в мире передовых технологий);

3) для отрасли, которая уже находится на глобальной технологической границе или близка к ней (сопоставима по уровню выработки на одного работника с лидирующими по этому показателю странами и имеет высокие темпы роста СФП), следует особенно поддерживать исследования и разработки фирм, необходимые для сохранения технологического лидерства;

4) для отрасли, которая потеряла или может потерять в ближайшем будущем прежние сравнительные преимущества (как, например, энергоемкая промышленность в некоторых регионах России), следует помогать фирмам либо переходить в более выгодные сектора глобальных цепочек добавленной стоимости, в том числе за счет развития маркетинга, либо перемещать производства туда, где имеются утраченные преимущества, либо, наконец, менять профиль;

5) для отраслей с коротким инновационным циклом, которые полагаются больше на человеческий, чем на физический, капитал, в России как стране с богатым человеческим капиталом и обширным внутренним рынком следует в числе прочего делать акцент на создание инкубационных парков, поощрение венчурного капитала, защиту интеллектуальной собственности и т.п.;

6) для стратегически важной отрасли с длительным инновационным циклом следует субсидировать исследования и разработки напрямую, стараясь вместе с тем избегать вмешательств, искажающих рыночную среду.

Адаптация к санкционному давлению была во многом достигнута за счет не только рациональных регулятивных мер, но и активизации государства как инвестора, покупателя и производителя товаров и услуг. Складывающиеся условия таковы, что переход к устойчивому экономическому росту пока не может происходить за счет снижения его активности. В обозримой перспективе роль государственного сектора экономики и государственных финансов останется ключевой. Однако успешная реализация этой роли несовместима с возвращением к плановому хозяйству и тем более к мобилизационной экономике образца середины XX в. Одна из причин этого в том, что несопоставимо возросла потребность в генерировании и быстром освоении инноваций по всему фронту экономической активности, к тому же в ближайший период экономическую политику предстоит строить в условиях высокой неопределенности. Плановая экономика справлялась с этим глав-

ным образом в рамках узконаправленных проектов оборонного характера, институционально и ресурсно обособленных от общего хода хозяйственной жизни, который во многом подчинялся обеспечению этих проектов и нес бремя демпфирования рисков. Избегать ригидности проектов удавалось за счет «ручного управления» на политическом уровне и безоговорочного удовлетворения ресурсных запросов по мере их возникновения. Подобный режим для всей экономики немыслим, а иные пути гармоничного обеспечения технического прогресса в плановой экономике не удалось найти, несмотря на многолетние усилия.

Чтобы государственный сектор, включая бюджетные отрасли, а также государственные финансы обеспечивали инновационное развитие, необходим определенный простор для инициативы, разнообразия и экспериментов по совершенствованию технологий и институтов. В то же время усложнение условий формирования бюджета, о которых говорилось выше, подталкивает к дальнейшему ограничению самостоятельности получателей государственных средств и сокращению границ бюджетного федерализма. Налицо очевидное противоречие между текущими интересами адаптации и перспективными интересами развития.

То же относится и к сфере, вносящей решающий вклад в формирование самой существенной предпосылки долгосрочной устойчивости экономического роста, которой является человеческий капитал. Речь идет о системе образования. Прогнозируемые демографические тенденции во многом ограничивают предложение труда. Тем настоятельнее задачи ориентации этой системы на перспективные потребности экономики и общества. Они заведомо не поддаются детальному прогнозированию, а потому стратегия развития образования должна обладать достаточной гибкостью, чтобы в рамках общих прогнозных ориентиров быстро преодолевать текущий дефицит кадров необходимой квалификации.

В актуальной повестке экспертного сообщества, обсуждающего пути перехода к устойчивому росту российской экономики, во главу угла следует поставить поиск новых балансов преемственности и обновления, стратегического выбора и тактической гибкости, адаптации к шокам и целенаправленного формирования будущего. Такие балансы по большей части еще не выстроены даже применительно к отдельным аспектам экономического раз-

вития, не говоря уже об их взаимосвязке. При этом в поле зрения практиков пока вполне объяснимо доминируют ответы на неотложные вызовы, которые в ближайшее время вряд ли станут менее разнообразными и значимыми. Наиболее доступные и в некотором смысле наиболее естественные реакции на шоки почти всегда связаны с экстраординарными интервенциями государства, призванными ускорить адаптацию рынков и направить ее в нужное русло. Вместе с тем, даже если последствия шоков продолжают существенно сказываться в течение длительного времени, прежняя интенсивность вмешательств способна подчас превращаться из необходимого условия адаптации в фактор, ограничивающий ее надежность и переход к развитию. Удачной аналогией в данном случае может служить своевременный переход от интенсивной терапии к поддерживающей. Фокусировка экспертов на сочетании задач адаптации с задачами развития при продуманных темпах и мерах смещения акцентов в пользу развития способна помочь экономике обрести не только устойчивость, но и более высокую, чем прежде, эффективность.

# 1. ОБЗОР САНКЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ ЗАПАДНЫХ СТРАН В ОТНОШЕНИИ РОССИИ

Уже более года экономика России испытывает давление разнообразных санкций. *Введенные меры затрагивают государственный долг и активы, банковский сектор, торговые отношения и инвестиции, транспортное сообщение и визовый режим, а также активы отдельных лиц и компаний.*

Первые ограничения затронули *государственный долг* России. США ввели запрет на сделки с российскими гособлигациями, ЕС — на доступ правительства и Центрального банка России к рынкам капитала и финансовым рынкам, Япония — на выпуск новых суверенных долговых обязательств России и операции с ними. Великобритания, США и Канада ввели запрет на транзакции с ЦБ, Фондом национального благосостояния и Минфином, а с 4 апреля 2022 г. США также запретили осуществлять выплаты по суверенным долларovým облигациям из замороженных валютных резервов ЦБ. ЕС ввел запрет на операции, связанные с управлением резервами и активами ЦБ. *Заблокировали активы и/или запретили транзакции с ЦБ* и другие страны — в частности, Япония, Южная Корея, Австралия и Новая Зеландия. В конце мая США отказались продлевать лицензию, разрешавшую держателям российских суверенных облигаций получать платежи по этим бумагам, ограничивая таким образом обслуживание внешнего госдолга России. ЕС заблокировал активы Национального расчетного депозитария, ставшего платежным агентом по российским еврооблигациям (что также привело к блокировке хранящихся в нем бумаг российских инвесторов). 27 июня 2022 г. агентства Bloomberg и Moody's сообщили о дефолте России по суверенным долговым обязательствам в иностранной валюте, тогда как Минфин выпустил разъяснения, что эти обязательства были исполнены.

Также был значительно расширен круг санкций против *банковского сектора*. Некоторые кредитные организации (Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, ВЭБ, Россельхозбанк и др.) находились под санкциями еще с 2014 г., впрочем, ранее ограничения для большинства банков затрагивали лишь привлечение финансирования. С 2022 г. по I квартал 2023 г. ЕС, США и Япония заблокировали

активы ВЭБ.РФ, Промсвязьбанка, банка «Россия» (в отношении него блокирующие санкции США действовали с 2014 г.), ВТБ, банка «Открытие», Новикомбанка, Совкомбанка, Сбербанка, Альфа-Банка, Московского кредитного банка и Росбанка. США также ввели блокирующие санкции против Транскапиталбанка, Инвестторгбанка, Московского индустриального банка и БМ-Банка, банков «Санкт-Петербург», «Зенит», «Приморье», «Левобережный», «Уралсиб», Ланта-Банка, МТС-Банка, Металлинвестбанка, УБРР и СДМ-Банка; Япония — против Россельхозбанка; ЕС — против Дальневосточного банка и Тинькофф банка.

Под блокирующие санкции Великобритании попали Промсвязьбанк, банк «Россия», Индустриальный сберегательный банк, Черноморский банк развития, Генбанк, ВТБ, Газпромбанк, Россельхозбанк, Альфа-Банк, СМП банк, УБРР, Сбербанк, Московский кредитный банк, Московский индустриальный банк, Международный расчетный банк, банки «Санкт-Петербург», «Уралсиб», МТС-Банк и банк «Зенит». Схожие ограничения, хотя и с некоторыми различиями в списке подсанкционных банков, ввели Канада, Австралия и Новая Зеландия. Из не попавших под блокирующие санкции ЕС — Всероссийский банк развития регионов, с которым было запрещено совершать сделки, а из не попавших под блокирующие санкции США — Газпромбанк и Россельхозбанк, в отношении которых были введены ограничения на операции с новыми долговыми обязательствами и акциями.

С 10 марта 2022 г. приостановили деятельность в России *Visa u Mastercard*. С 12 марта 2022 г. ВТБ, банки «Россия», «Открытие», Новикомбанк, Промсвязьбанк, Совкомбанк, ВЭБ.РФ и их дочки были *отключены от SWIFT* — международной межбанковской системы передачи информации и совершения платежей. С 14 июня от SWIFT также были отключены Сбербанк, Московский кредитный банк и Россельхозбанк. 15 сентября США указали иностранным финансовым организациям на риски вторичных санкций за сделки с Национальной системой платежных карт — оператором *платежной системы «Мир»*, препятствуя ее распространению за рубежом. Впрочем, в декабре 2022 г. банки Казахстана получили разрешение США на операции по картам «Мир», осуществляемые частными лицами для обеспечения их жизнедеятельности.

В феврале — марте 2022 г. Великобритания, ЕС и Швейцария ввели *лимиты на депозиты* россиян. В июле лимиты ЕС затронули также депозиты контролируемых россиянами юридических лиц из третьих стран, а в октябре был введен полный запрет депозитов в криптовалютные кошельки и криптосчетов. С марта 2022 г. стали вводиться запреты на *ввоз в Россию наличной валюты* — евро и прочих официальных валют ЕС, долларов, швейцарских франков и фунтов стерлингов. Япония ограничила экспорт в Россию банкнот, золотых монет и слитков. ЕС и присоединившиеся страны запретили оказывать россиянам услуги по покупке и продаже ценных бумаг, выпущенных после 12 апреля 2022 г. В мае 2022 г. Великобритания отозвала у Мосбиржи статус признанной биржи (эта мера ведет к отмене налоговых преференций для ее резидентов-инвесторов).

Многие страны, включая США, страны ЕС, Великобританию, Канаду, Австралию, Новую Зеландию и Японию, отменили или приостановили *действие режима наибольшего благоприятствования* в торговле с Россией. *Ограничения на ввоз российских товаров* в первую очередь затронули *энергоносители*. Так, США уже в марте 2022 г. объявили о запрете на ввоз российской нефти и нефтепродуктов, сжиженного природного газа, угля. Канада запретила импорт российской нефти и нефтепродуктов, Австралия и Новая Зеландия — ввоз различных энергетических товаров, а Литва, Латвия и Эстония прекратили импорт газа из России. В рамках пятого пакета санкций страны ЕС запретили импорт российского угля, а в рамках шестого — объявили о запрете на импорт сырой нефти и ряда нефтепродуктов (с исключениями), вступающем в действие с 5 декабря 2022 г. и 5 февраля 2023 г. соответственно, а также на страхование морских перевозок этих товаров. Также Россия была исключена из опубликованного в конце 2022 г. регламента совместных закупок газа странами ЕС. Великобритания запретила импорт угля и угольной продукции с 10 августа 2022 г., нефти и нефтепродуктов — с 31 декабря 2022 г., сжиженного природного газа — с 1 января 2023 г.

В сентябре страны G7 опубликовали заявление о намерении *ограничить цены на российские нефть и нефтепродукты*, запретив предоставление услуг по их морской транспортировке в случае, когда эти товары были куплены по цене выше установленного потолка.

ка. К коалиции по ограничению цен, помимо «большой семерки», присоединились остальные страны ЕС, Австралия, Северная Македония, Черногория, Албания, Босния и Герцеговина, Исландия, Лихтенштейн и Норвегия. С 5 декабря 2022 г. потолок цен на российскую нефть был установлен на уровне 60 долл./барр. С 5 февраля 2023 г. были утверждены потолки цен на российские нефтепродукты: на уровне 45 долл./барр. для торгуемых с дисконтом к сырой нефти и 100 долл./барр. для торгуемых с надбавкой. Кроме того, с 15 февраля 2023 г. действует установленный ЕС потолок цен на газ на уровне 180 евро за 1 МВт·ч.

Из прочих *российских товаров, запрещенных к импорту* в различных странах, можно выделить рыбу и морепродукты, алкоголь, алмазы, золото, древесину, а также товары черной металлургии. Так, в частности, страны ЕС ввели запрет: в рамках четвертого пакета санкций — на импорт товаров черной металлургии, в рамках пятого — на импорт цемента, спиртных напитков, морепродуктов, древесины, серебра, листового алюминия и других товаров, а также ввели квоты на импорт калийных удобрений. Седьмым пакетом санкций был запрещен ввоз золота и ювелирных украшений. В рамках восьмого пакета санкций ЕС был введен запрет на импорт стальной продукции российского происхождения (с 2024 г., до этого вводятся квоты), а также ряда других товаров: древесной массы, бумаги, драгоценных камней и металлов, машин, химических изделий, сигарет, пластмасс, готовых химических продуктов (таких как косметика), оружия и прочих товаров военного назначения. В десятом пакете санкций под запрет попали ряд продуктов нефтепереработки, в том числе битум и синтетический каучук.

США запретили ввоз российских рыбы и морепродуктов, спиртных напитков и алмазов. Кроме того, с конца июня 2022 г. США, а вслед за ними и другие страны — Япония, Канада, Великобритания, ЕС, Новая Зеландия и Австралия — вводили ограничения на импорт российского золота в различных определениях, в ряде стран под запрет попали и ювелирные украшения. Великобритания запретила ввоз продукции из железа и стали, а также широкого списка приносящих прибыль товаров, включая икру и морепродукты, цемент, ряд химических соединений, удобрения, древесину, стекло, серебро, турбореактивные двигатели, газовые турбины и суда. Япония запретила импорт машинного оборудова-

ния, некоторых видов древесины и водки, Канада — импорт алкоголя, рыбы и морепродуктов, алмазов, военных товаров, железа, стали и алюминия. В ноябре Министерство торговли США отозвало у России статус рыночной экономики, позволявший стране оспаривать антидемпинговые меры. С 10 марта 2023 г. США была введена пошлина в 200% на произведенные в России алюминий и товары из алюминия, с 10 апреля — на соответствующие товары, в производстве которых участвовала Россия; с 1 апреля 2023 г. импортные пошлины в отношении ряда российских товаров были повышены до 70%.

При этом США выдали и продлили *разрешения на сделки*, связанные с энергоносителями, сельскохозяйственными товарами и оборудованием, лекарствами и медоборудованием, медицинскими исследованиями. Страны ЕС подчеркнули, что никакие санкции не направлены против торговли сельскохозяйственными и пищевыми продуктами, включая пшеницу и удобрения, между третьими странами и Россией. Также ЕС не препятствует третьим странам в покупке лекарственных и медицинских товаров из России. В ноябре 2022 г. Великобритания разрешила операции, связанные с сельскохозяйственными товарами, а также оказание финансовых услуг и предоставление средств связанным с Россией лицам при поставке удобрений из России в третьи страны для сельскохозяйственного использования.

Более широкий круг ограничений затронул *экспорт в Россию*. Не вдаваясь в частности обширных списков попавших под санкции товарных групп, опишем основные сферы введенных ограничений. Многие страны запретили экспорт российским компаниям и организациям, связанным с оборонной деятельностью, авиа- и судостроением, — всем или входящим в отдельные списки, а также экспорт товаров *военного и двойного назначения* или товаров и технологий, которые способствуют развитию оборонного сектора или могут быть использованы в авиации и космической индустрии. В первую очередь такие меры ввели США, ЕС, Япония и Великобритания. Отдельно стоит выделить запреты на экспорт *высокотехнологичных товаров*, компьютерной техники и квантовых технологий, а также используемых при производстве электроники материалов, призванные ограничить как военный, так и экономический потенциал России. Помимо указанных государств, соот-

ветствующие списки ограничений опубликовали Южная Корея, Тайвань, Сингапур и Канада. Ограничения США по экспорту высокотехнологичной продукции включают товары, произведенные в других странах с использованием американских технологий, что существенно расширяет охват этих санкций.

Вторым основным направлением ограничений стали *товары промышленного назначения*, необходимые для функционирования российской экономики. Здесь можно выделить нефтеперерабатывающее оборудование и технологии, промышленное оборудование, различные машины, станки и устройства, передовые товары и технологии, транспортные средства, а также многие другие товарные группы — такие как химические соединения, древесина, красители, бумага, ткани, конструкции, контейнеры, двигатели, аккумуляторы, насосы, электронные компоненты и различные комплектующие. Соответствующие санкционные списки были разработаны, в частности, ЕС, США, Японией и Великобританией, а также некоторыми другими странами. Кроме того, многие страны запретили экспорт в Россию *предметов роскоши*. *Новые инвестиции* в российскую экономику запретили США и Япония, ряд ограничений также ввела Великобритания. Страны ЕС ввели запрет на новые инвестиции в энергетический и горнодобывающий секторы.

Помимо этого, были введены многочисленные ограничения в *сфере услуг*. Так, страны ЕС в рамках четвертого пакета санкций запретили рейтинговым агентствам оказание услуг России, а в рамках пятого — услуги, связанные с криптоактивами, услуги по управлению трастам и аналогичным структурам. Шестым пакетом санкций был введен запрет на оказание услуг по бухгалтерскому учету, аудиту, пиару, ряда консалтинговых услуг; восьмым — запрет на оказание архитектурных и инженерных услуг, услуг по ИТ-консультированию и юрисконсультских услуг. В девятом пакете были предусмотрены ограничения на услуги рекламы, маркетинговых исследований, опросов общественного мнения, тестирования продукции и технического осмотра. США запретили оказание услуг по бухгалтерскому учету, консалтингу в сфере управления, созданию трастов и корпораций, а также на оказание квантовых вычислительных услуг. Схожим образом Япония запретила предоставление трастовых услуг, услуг по бухгалтерскому

учету, аудиту, управленческому консалтингу. Великобритания ввела запрет на оказание профессиональных и бизнес-услуг (бухгалтерских, бизнес- и управленческого консультирования, услуг по связям с общественностью), а также услуг, связанных с трастами, услуг по аудиту, рекламе, архитектурных и инженерных услуг, консалтинга в сфере ИТ, услуг дизайнера. Канада ввела запрет на ряд услуг добывающим, обрабатывающим и транспортным отраслям.

Ряд ограничений затронул *транспортное сообщение*. Многие страны, включая Великобританию, ЕС, США и Канаду, ввели запрет на полеты российских воздушных судов. Запрет на заход в порты российских судов был введен Великобританией, Канадой, Новой Зеландией, ЕС, США и Норвегией. Также страны ЕС запретили заход в морские шлюзы, а также заход судов, сертифицированных Российским морским регистром судоходства. Помимо этого, ЕС запретил въезд российским и белорусским грузовым дорожным операторам, за исключением перевозящих ряд товаров первой необходимости, а также транзит через территорию России товаров и технологий двойного назначения и вооружений.

В сентябре было приостановлено действие соглашения об упрощении *визового режима* между ЕС и Россией. С этого момента к россиянам применяются общие правила визового кодекса, что означает увеличение визового сбора, необходимость предоставлять дополнительные документы, увеличение сроков, ограничения по выдаче многократных виз, возможность аннулировать ранее выданные визы в случае выявления угрозы безопасности со стороны их обладателей. Польша, Латвия, Литва, Эстония, Финляндия и Чехия ввели дополнительные ограничения на въезд россиян.

Кроме того, были *заблокированы активы* широкого списка организаций, связанных с *оборонной деятельностью*, автомобиле-, авиа- и судостроением, включая корпорации «Ростех» и «Тактическое ракетное вооружение» и/или входящие в их состав компании (но не ограничиваясь ими). Канада, США, Великобритания и Новая Зеландия заблокировали активы Российского фонда прямых инвестиций (РФПИ), тогда как страны ЕС запретили инвестиции, участие и прочий вклад в будущие проекты, софинансируемые РФПИ. Помимо этого, были заблокированы активы ряда транспортных компаний, включая ГТЛК, страховой компании «Согаз», Российской национальной перестраховочной компании, ком-

плекса «Сколково», металлургической компании «Евраз», алмазодобывающей компании «Алроса». Отдельные страны заблокировали активы РЖД (в их число вошли Канада, Великобритания, Австралия и Новая Зеландия). Активы «Аэрофлота», «Уральских авиалиний» и авиакомпания «Россия» были заблокированы Великобританией. Среди прочего США ввели санкции против «Северстали», «Севергрупп» и Nordgold, Государственного зернового оператора, ряда занимающихся разработкой электроники и ПО компаний.

Также санкции затронули ряд компаний энергетического сектора. Так, Канада заблокировала активы «Газпрома», «Газпром нефти», «Транснефти», «Лукойла», «Трансойла» и «Сибуглемета», Эксплуатирующей организации Запорожской АЭС и «Роснефтегаза»; Великобритания — «РусГидро» и «Газпром нефтехима Салават»; Австралия — «Газпрома», «Газпром нефти», «Транснефти» и «РусГидро»; Новая Зеландия — «Газпрома», «Газпром нефти», «Роснефти», «Транснефти», «РусГидро» и «Лукойла»; США — Эксплуатирующей организации Запорожской АЭС, а также Nord Stream 2 AG — оператора «Северного потока — 2».

Ограничения были введены и в отношении СМИ. Так, США заблокировали активы «Первого канала», «России-1» и НТВ, Великобритания — активы ВГТРК, «ТВ-Новости» и «России сегодня». Страны ЕС запретили вещание Sputnik и «России сегодня» и приостановили вещание «России РТР», «России 24», Международного ТВ Центра, НТВ/«НТВ Мир», «России-1», РЕН ТВ, «Первого канала», RT Arabic и Sputnik Arabic, а также заблокировали активы ВГТРК и «Национальной Медиа Группы». Канада заблокировала активы «Первого канала», «России-1», НТВ, ТАСС, ВГТРК, «Газпром Медиа», «Национальной Медиа Группы», «России 24», Vesti.Ru, RT, Sputnik, «Звезды», «России сегодня» и РИА «Новости». Латвия приостановила вещание всех российских телеканалов. Помимо этого, различными странами был введен широкий список индивидуальных санкций, а многочисленные компании прекратили или приостановили ведение бизнеса в России. Согласно Закону о консолидированных ассигнованиях 2023 г., генеральный прокурор США может передавать Государственному департаменту США доходы от продажи конфискованных активов подсанкционных лиц для оказания помощи Украине.

Также стоит отметить, что под санкциями США, ЕС и Великобритании оказываются компании, более 50% которых (совокупно) владеют подсанкционные лица и компании. Кроме этого, США могут вводить вторичные санкции, тогда как страны ЕС в рамках восьмого пакета санкций также обозначили соответствующие риски для лиц, способствующих обходу введенных ограничений. В феврале 2023 г. страны G7 объявили о создании координационного механизма по контролю за исполнением санкций, а также о последствиях для стран и других акторов международных отношений, стремящихся обойти или дискредитировать введенные санкции.

С конца 2022 г. меры против зарубежных компаний, обвиняемых в обходе санкций, вводятся все активнее. Так, в ноябре 2022 г. США заблокировали активы ряда компаний, обвиняемых в закупках технологий для России; в феврале 2023 г. — активы компаний из различных стран, связанных с сетью уклонения от санкций, поддерживающей военно-промышленный комплекс России. В феврале — марте 2023 г. за вклад в оборонную промышленность России были введены экспортные ограничения в отношении ряда компаний из Канады, Китая, Франции, Люксембурга, Нидерландов, Белоруссии и Тайваня.

В отношении некоторых российских организаций были введены *финансовые ограничения*. Так, под ограничения США на операции с новыми долговыми обязательствами со сроком погашения более 14 дней и с новыми акциями попали «Газпром», «Газпром нефть», «Транснефть», «Ростелеком», «РусГидро», «Алроса», Совкомфлот и РЖД. Запрет ЕС на сделки с ценными бумагами и инструментами финансового рынка затронул «Алмаз-Антей», КамАЗ, Ростех, РЖД, «Севмаш», Совкомфлот, Новороссийский порт, Объединенную судостроительную корпорацию. В отношении тех же компаний (кроме РЖД и Новороссийского порта), а также «Роснефти», «Транснефти», «Газпром нефти», Оборонпрома, Объединенной авиастроительной корпорации и Уралвагонзавода был введен запрет на сделки, кроме связанных с поставкой топлива и ряда металлов.

Кроме того, страны ЕС запретили листинг компаний с долей государства свыше 50%, участие российских граждан и компаний в государственных закупках, а также ввели ограничение на поддержку российских государственных компаний и компаний, на-

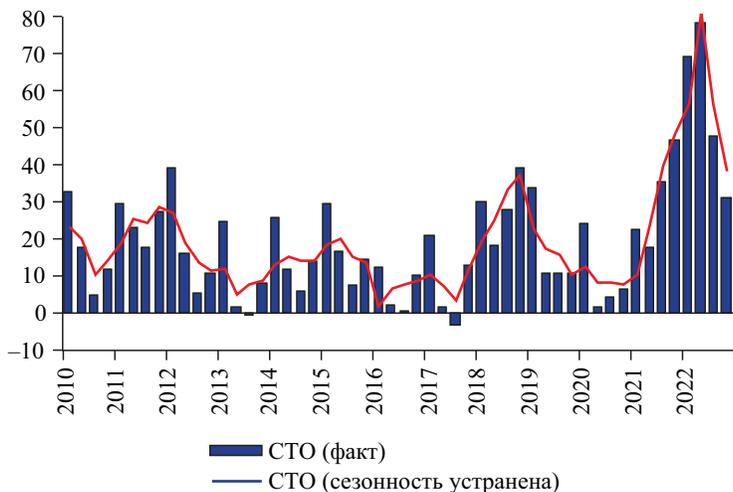
ходящихся под управлением государства, в рамках программ ЕС, Евратома и программ стран — членов ЕС. Также гражданам ЕС запрещено занимать должности в руководстве государственных или контролируемых российским государством организаций. Россиянам, в свою очередь, запрещено занимать любые посты в органах управления особо важных субъектов и критической инфраструктуры ЕС. В феврале 2023 г. Россия была включена в список юрисдикций, не сотрудничающих с ЕС по вопросам налогообложения.

## 2. АДАПТАЦИЯ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА И ВНЕШНЕЙ ТОРГОВЛИ

После начала проведения СВО из-за резкого роста спроса на валюту курс доллара с менее чем 80 руб. за пару недель подскочил в 1,5 раза, превысив 120 руб. в конце первой декады марта 2022 г. Банк России ответил зеркальными мерами, введя ограничения на движение капитала, запрет на продажу ценных бумаг нерезидентами и на вывод средств из России. Ограничения также коснулись наличной валюты. Валютные интервенции заменила обязательная продажа 80% экспортной выручки, а в случае с природным газом — и вовсе 100%. В полной мере влияние этих мер проявилось во II квартале прошлого года, что позволило остановить рост оттока капитала частного сектора. В конце июня рубль укрепился к доллару более чем в 2 раза, обменный курс приблизился к уровню 50 руб./долл. Дальнейшее снижение чистого оттока капитала способствовало постепенному снятию регулятором валютных ограничений. В результате к концу года курс доллара превысил 70 руб., а чистый отток капитала частного сектора сократился более чем в 2 раза по сравнению с годовым максимумом.

Положительное сальдо счета текущих операций (СТО) во II квартале 2022 г. достигло рекордного уровня 79 млрд долл., но уже к концу года сократилось до 31 млрд долл. (рис. 2.1). Несмотря на резкое сокращение СТО во втором полугодии, текущий профицит с устраненной сезонностью соответствует локальному пику конца 2018 г. и остается выше максимумов предыдущих лет. Основными причинами масштабного притока валюты по текущим операциям стали рост цен на сырьевые товары (особенно на природный и сжиженный газ) в середине года на фоне опасений сокращения поставок топлива из России в условиях энергетического кризиса и падение стоимости импорта товаров из-за введенных против России санкций.

**Стоимость экспорта товаров и услуг** достигла пика еще в конце 2021 г. (рис. 2.2) на фоне энергетического кризиса и роста цен на нефть и газ. Основу экспорта составляют товары, тогда как на долю услуг приходилось менее 10% стоимости экспорта товаров и услуг.



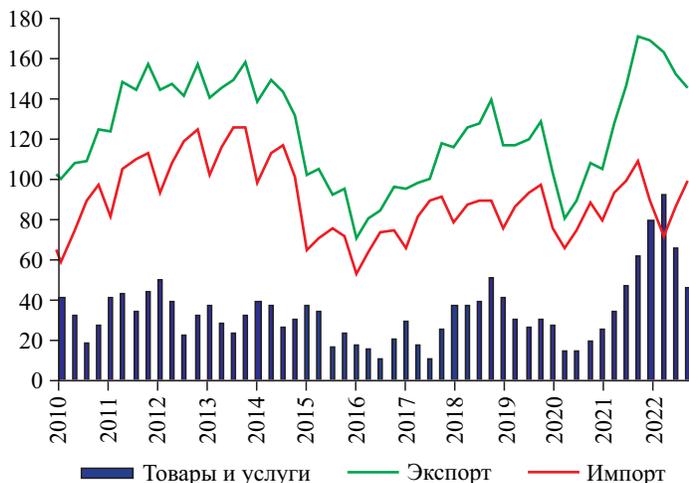
**Примечание.** IV квартал 2022 г. и динамика услуг за 2022 г. — оценка Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

**Рис. 2.1.** Счет текущих операций, млрд долл.

*Источники:* Банк России; оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

За первые три месяца 2022 г. экспорт товаров изменился незначительно, однако после введения санкций стал снижаться. Отказ от импорта российских углеводородов рядом европейских стран привел к сокращению физических объемов российского экспорта нефтепродуктов и природного газа из-за возникших логистических проблем и перенаправления потоков из Европы в Азию. Из-за высокого мирового спроса и дефицита сырья сокращение физических объемов российского экспорта на международном рынке привело к очередному росту мировых цен. Ужесточение условий фрахта и страхования перевозок российской нефти в условиях санкций и разворота на Восток стали причиной резкого увеличения дисконта на российскую нефть марки Urals к нефти Brent, который в декабре составил 31 долл.

Несмотря на нефтяное эмбарго со стороны крупнейших энергетических компаний и отдельных стран, физические объемы экспорта российской нефти в 2022 г. не только не сократились, но и



**Примечание.** IV квартал 2022 г. и стоимость услуг за 2022 г. — оценка Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

**Рис. 2.2.** Баланс экспорта и импорта товаров и услуг, млрд долл.

*Источники:* Банк России; Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

выросли на 7%<sup>1</sup> за счет наращивания экспорта в Китай и Индию. Сложнее ситуация с нефтепродуктами. Отказ европейских стран от импорта российских нефтепродуктов будет замещаться поставками из Азии, которая в этом случае будет наращивать импорт российской нефти с учетом свободных мощностей по нефтепереработке. В отличие от нефти, экспорт природного газа в дальнее зарубежье уже по итогам I квартала снизился на 27% г/г и к концу 2022 г. сократился еще больше — почти в 2 раза<sup>2</sup>. Европейские страны нарастили поставки СПГ из США и Азии взамен российского природного газа, что привело к рекордному росту цен на газ и электричество, а также к сокращению потребления электроэнергии. Осенью удалось заполнить ПХГ, а благоприятные погодные условия снизили остроту энергетического кризиса.

<sup>1</sup> <<https://www.interfax.ru/business/880833>>.

<sup>2</sup> <<https://tass.ru/ekonomika/16940005>>.

В результате экспортные цены на российский природный газ в страны дальнего зарубежья, по нашим оценкам, составили 850–900 долл./тыс. м<sup>3</sup> в среднем за 2022 г., увеличившись по сравнению с предыдущим годом почти в 3 раза. Цены на российскую нефть сорта Urals увеличились не столь значительно — всего на 12%.

В целом по итогам 2022 г. стоимость экспорта товаров и услуг, по оценке Банка России, выросла до 628 млрд долл. против 550 млрд долл. годом ранее.

По нашему мнению, введение масштабных санкций относительно сырьевого экспорта из России имело обратный краткосрочный эффект, который сопровождался ростом стоимости российского экспорта и одновременно ускорением инфляции в европейских странах — основных торговых партнерах России.

**Стоимость импорта товаров и услуг** после введения западных санкций достигла внутри годового минимума 72 млрд долл. во II квартале прошлого года, но в дальнейшем стала расти и в последнем квартале прошлого года вплотную приблизилась к 100 млрд долл. С устраненной сезонностью импорт в III квартале вырос на 13%, а к концу года рост ускорился до 20%.

Часть этого роста связана с импортом услуг, доля которых составляет около 20% в стоимости всего импорта. Стоимость импорта услуг увеличилась за счет личных поездок — эмиграции части населения после начала специальной военной операции и объявления о частичной мобилизации. Несмотря на закрытие европейского направления для российских авиакомпаний, можно было улететь на отдых или в деловую поездку в несколько десятков стран мира. Но при этом стоимость переезда резко возросла и, соответственно, стоимость услуг могла быть выше, чем в обычное время. Структура импорта на протяжении года изменялась слабо (примерно на уровне 2021 г., поскольку санкции ударили одновременно по значительной части как товаров, так и услуг).

Относительно динамики товарного импорта можно говорить о постепенном восстановлении стоимостных объемов импорта товаров во втором полугодии до уровня 2021 г. В IV квартале — после пяти кварталов подряд снижения — импорт товаров с устраненной сезонностью вырос по отношению к III кварталу. Рост поставок был обеспечен за счет ввоза продукции из Китая, Турции и ряда других стран, в том числе из недружественных по отношению к

нам. Сильное падение импорта из-за санкций произошло в части машиностроительной продукции, в части другой продукции было связано с логистическими проблемами (дефицит комплектующих, переориентация импорта на дружественные страны и т.п.), с уходом или приостановкой деятельности ряда иностранных компаний в России, сокращением внутреннего спроса.

По итогам 2022 г. стоимость импорта товаров и услуг, по оценке Банка России, сократилась до 346 млрд долл. против 380 млрд долл. в 2021 г.

**Совокупный дефицит первичных и вторичных доходов** по итогам прошлого года, согласно оценкам Банка России, составил 55 млрд долл. по сравнению с 48 млрд долл. годом ранее. При этом в 2 раза — с 96 млрд до 48 млрд долл. — упали доходы к получению, в то время как выплаты доходов снизились в меньшей степени: со 144 млрд до 103 млрд долл. Доходы к получению формируются в основном за счет процентных и дивидендных выплат нерезидентам, а также реинвестирования прибыли иностранными компаниями. Во второй половине прошлого года прошли большие начисления дивидендов на счета нерезидентов типа С («Газпром», «Газпром нефть», «Лукойл», «Роснефть», «Татнефть» и др.), в то же время с апреля по октябрь действовал мораторий на их выплату. При этом выплаты в пользу нерезидентов на счета типа С уменьшают сальдо текущего счета и являются притоком капитала по финансовому счету.

**Положительное сальдо финансового счета** платежного баланса (превышение вложений в активы по сравнению с ростом обязательств) достигло 223 млрд долл. против 122 млрд долл. в 2021 г., в значительной степени за счет операций нефинансового сектора в части как сокращения обязательств, так и наращивания зарубежных активов.

**Сокращение обязательств** по финансовому счету всех секторов экономики, согласно данным Банка России, в 2022 г. достигло рекордного уровня 116 млрд долл. Резкое сокращение началось еще в I квартале, пик пришелся на II квартал (56 млрд долл.), который в 1,5 раза превысил все предыдущие максимумы, а после «затишья» в III квартале сокращение обязательств возобновилось в конце года. В основном сокращались обязательства нефинансового сектора. Из-за санкций и проблем с логистикой примерно

четверть иностранных компаний, по некоторым оценкам, ушли из России или приостановили свою деятельность<sup>3</sup>. Часть бизнеса была выкуплена российским менеджментом (в том числе через свои офшорные компании). По оценке консалтинговой компании NF Group (ранее — Knight Frank Russia), с начала специальной военной операции на Украине по октябрь прошлого года об уходе из России объявили более 15 иностранных компаний, о приостановке деятельности в стране — более 180, после ребрендинга или продажи бизнеса остались работать 17 международных брендов<sup>4</sup>. Наиболее сильно пострадал автопром — из России ушли все европейские, американские и японские бренды, на смену которым пришли китайские компании.

По данным Банка России, за первые три квартала прошлого года долговые обязательства российских предприятий сократились на 41 млрд долл., из которых более половины, или 23 млрд долл., — долговые обязательства в иностранной валюте перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования. В IV квартале внешние обязательства реального сектора, по оценке Банка России, сократились еще на 24 млрд долл., что превысило даже показатель I квартала прошлого года (в данном случае речь идет о запасах, т.е. учитываются курсовая и прочая переоценки). В конце года резко, на 20 млрд долл., сократились долговые обязательства органов государственного управления перед нерезидентами, в том числе номинальный объем ОФЗ в портфеле нерезидентов снизился на 10 млрд долл.<sup>5</sup>

В целом внешний долг России сократился до 382 млрд долл. по состоянию на 1 января 2023 г., или на 100 млрд долл. в целом за прошлый год, из них 17% — за счет государственного управления, 19% — за счет ЦБ и коммерческих банков, 64% — за счет нефинансового сектора.

**Прирост зарубежных активов** по финансовому счету всех секторов экономики в IV квартале прошлого года опустился ниже

---

<sup>3</sup> <<https://www.vedomosti.ru/business/news/2023/01/09/958283-volodin-inostrannih-kompanii>>.

<sup>4</sup> <<https://www.kommersant.ru/doc/5621015>>.

<sup>5</sup> По всей видимости, это связано с переводом российских ценных бумаг из иностранного депозитария в российский до 10 ноября 2022 г. в соответствии с Федеральным законом от 14.07.2022 № 319-ФЗ.

7 млрд долл. — минимального уровня за последние два года. Внутригодовой максимум 42 млрд долл. был достигнут в III квартале, а по итогам 2022 г. зарубежные активы выросли на 107 млрд долл. против 160 млрд долл. за предыдущий год (из них 64 млрд долл. за счет роста международных резервов). Без учета резервов рост активов в последние два года был сопоставим и определялся в основном вложениями нефинансового сектора (предприятий и населения), однако структура этих инвестиций кардинально изменилась.

В 2021 г. основной вклад в рост зарубежных активов нефинансового сектора на 96 млрд долл. внесли прямые инвестиции (68%), а также портфельные и прочие инвестиции примерно в равной степени. За первые три квартала 2022 г. инвестиции нефинансового сектора в зарубежные активы выросли на 86 млрд долл., но при этом прямые и портфельные инвестиции сократились на 36 млрд долл. при увеличении прочих иностранных инвестиций на 119 млрд долл. (против 19 млрд долл. за аналогичный период 2021 г.). В IV квартале, по всей видимости, вновь резко сократились прямые инвестиции, накопленные за рубежом. Мы не исключаем, что российские компании сокращали свои активы за рубежом в обмен на активы нерезидентов в России — своего рода бартер (одновременное сокращение ПИИ, накопленных в России и за рубежом) в условиях заморозки активов из-за санкций.

Таким образом, одним из ключевых факторов адаптации к санкционному режиму в 2022 г. стало рекордное увеличение стоимости экспорта товаров, связанное с постепенным вводом санкционных ограничений и благоприятной ценовой конъюнктурой, что при одновременном уменьшении стоимости импорта привело к расширению текущего счета и укреплению курса рубля. В свою очередь, укрепление рубля способствовало смягчению проявившихся в течение года инфляционных тенденций и облегчило Банку России задачу стабилизации денежной сферы. Нефтегазовые доходы федерального бюджета выросли на 28%, несмотря на продажу нефти с существенным дисконтом к мировым ценам, что значительно поддержало общую динамику бюджетных поступлений (+10% за 2022 г.).

В 2023 г. происходит ухудшение мировой конъюнктуры, а также усиливается негативное влияние санкционных ограничений в виде «потолка» цен на нефть и нефтепродукты. Это становится

существенным фактором сокращения экспорта, что в сочетании с ростом импорта ведет к снижению профицита текущего счета платежного баланса и ослаблению курса рубля. Уменьшение объемов экспорта углеводородов ведет также к сокращению нефтегазовых поступлений в федеральный бюджет и общему сокращению бюджетных доходов.

Искусственное сокращение импорта резко затормозило бы выстраивание новых цепочек формирования стоимости и, негативно повлияв на потребление населения, могло стать значимым фактором социальной напряженности. Следовательно, для преодоления негативных тенденций платежного баланса недопустимо идти по пути искусственного закрытия экономики. Единственно правильный путь — не сокращение сети международных связей, а ее быстрое обновление, замещение прежних партнеров и форматов взаимодействия новыми. Это предполагает максимальное поощрение разумных инициатив бизнеса, в том числе среднего и малого, в противовес избыточному регулированию и стремлению немедленно получать фискальные эффекты. Объективным преимуществом России является протяженная граница со странами, не присоединившимися к санкциям, что отчасти нивелирует их эффект. Инструментами дальнейшей адаптации к санкционному режиму будут развитие альтернативных маршрутов экспортных поставок и расширение практик параллельного импорта.

### 3. АДАПТАЦИЯ ЭКОНОМИКИ И ПРОМЫШЛЕННОГО ПРОИЗВОДСТВА

Данные о структуре ВВП, рассчитанного методом использования, свидетельствуют о заметном влиянии санкций на российскую экономику, особенно через каналы внешней торговли. Согласно годовым оценкам Росстата, при сокращении общего объема ВВП на 2,1% в 2022 г. (рис. 3.1) наиболее сильно сократились импорт (-17,7%) и экспорт (-15,1%) товаров и услуг. Динамика внутреннего спроса — расходов на конечное потребление домашних хозяйств (-1,8%) и валового накопления основного капитала (+5,2%) — была значительно благоприятнее, чем в 2020 г., что отчасти объясняется спецификой кризиса 2020 г. (локдаун, социальное дистанцирование и пр.), а отчасти — продолжением в 2022 г. начатых ранее инвестиционных программ, необходимостью инвестиций для оперативной перестройки экономики в условиях санкций и переключением потребителей на отечественную продукцию.

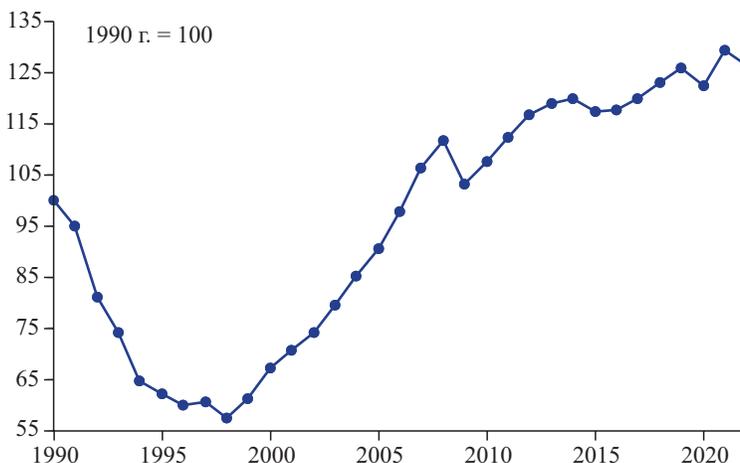


Рис. 3.1. Индекс физического объема ВВП

Источник: Росстат.

*Главным фундаментальным фактором, объясняющим относительно небольшое падение ВВП, стали в целом рыночный характер российской экономики и высокая адаптивность российского бизнеса.* В условиях гибкости цен и при наличии ранее накопленных запасов импортной продукции предприятия смогли довольно оперативно наработать новые хозяйственные связи внутри страны и на внешнем рынке взамен утраченных. *Со стороны государства этому способствовало некоторое смягчение регулирования* (в частности, разрешение параллельного импорта).

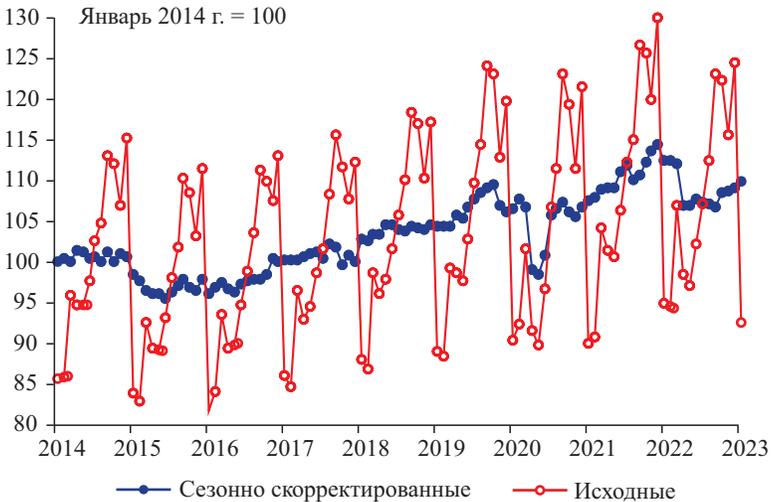
*Вторым фактором стал масштабный бюджетный стимул со стороны правительства:* согласно плану в 2022 г. расходы федерального бюджета должны были составить 23,7 трлн руб., а фактически выросли до 31,1 трлн руб., таким образом, дополнительно в экономику поступило из бюджета 7,4 трлн руб., или 5,1% ВВП. Дополнительный прирост ресурсов предприятий за счет введения отсрочки по страховым взносам во II и III кварталах 2022 г. составил еще 0,5% ВВП.

Среди видов экономической деятельности наиболее сильное снижение в 2022 г. показали оптовая и розничная торговля, деятельность домашних хозяйств как работодателей и производство товаров и услуг для собственного потребления, водоснабжение и водоотведение, предоставление «прочих» услуг. В некоторых видах деятельности, несмотря на кризис, активность заметно возросла. Положительные темпы показали финансовая и страховая деятельность, строительство, деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений, сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство, деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги. Таким образом, на фоне общего снижения ВВП в целом наблюдалась разнонаправленная динамика видов деятельности.

Тем не менее, как показывают наши оценки динамики выпуска базовых видов экономической деятельности (рис. 3.2), после резкого спада в реальном секторе экономики в апреле 2022 г. и последовавшего за ним полугодового периода стабилизации уже с октября 2022 г. наблюдаются признаки восстановления невысокими темпами<sup>6</sup>. Ин-

---

<sup>6</sup> Подробнее см.: Индексы интенсивности выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности. Январь 2018 г. — январь 2023 г. Ежемесячный доклад № 135. М.: Центр развития НИУ ВШЭ, 2023.



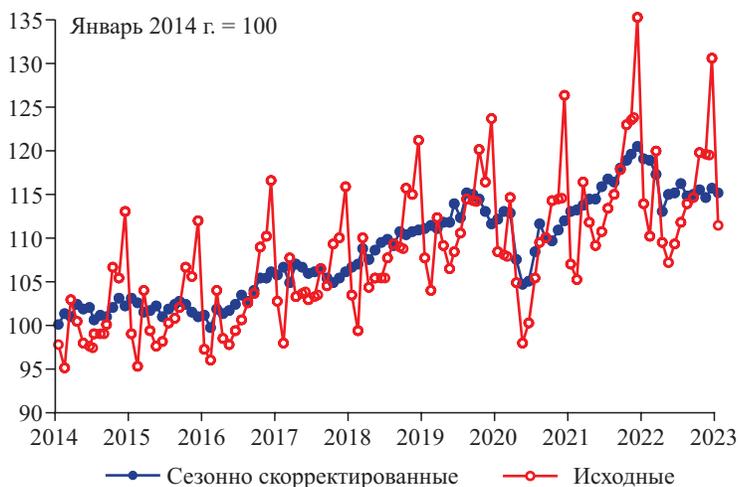
**Рис. 3.2.** Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности

*Источник:* Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

тенсивность восстановления сдерживается тем, что к нему пока не «подключилась» промышленность (рис. 3.3), спад в которой прекратился еще весной 2022 г., но которая пока не демонстрирует отчетливых признаков подъема.

Восстановительный подъем в российской промышленности после коронакризиса, как показывают наши оценки<sup>7</sup> индексов промышленного производства с поправкой на календарный и сезонный факторы, продолжался до второй половины 2021 г. Индекс промышленного производства тогда заметно превысил пиковое предкоронакризисное значение осени 2019 г., т.е. падение выпуска во время кризиса, вызванного пандемией коронавируса, к началу санкционного кризиса было преодолено с избытком. Это можно связывать с позитивным влиянием мер антикризисной поддержки населения и бизнеса со стороны государства, с перераспределени-

<sup>7</sup> Подробнее см.: Индексы интенсивности промышленного производства. Январь 2018 г. — январь 2023 г. Ежемесячный доклад № 165. М.: Центр развития НИУ ВШЭ, 2023.



**Рис. 3.3.** Индекс промышленного производства

*Источник:* Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

ем потребительского спроса с внешнего рынка (выездной туризм) в пользу внутреннего и с услуг в пользу товаров, а также ростом спроса на продукцию ряда секторов промышленности, вызванного пандемией (лекарственные средства, компьютеры, бытовая техника, мебель).

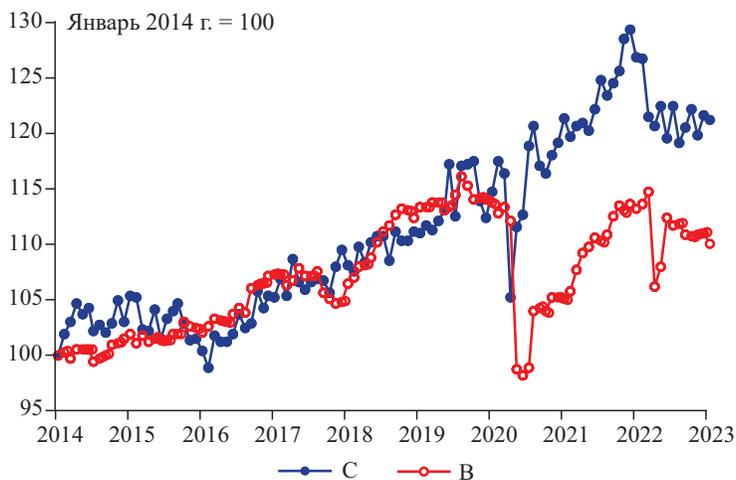
На протяжении 2022 г. динамика промышленного производства кардинально изменилась. Она стала определяться главным образом ходом экономического противостояния, начавшегося после введения рядом стран антироссийских санкций, т.е. последовательностью шоков неэкономической природы и ответных мер с российской стороны. Введение санкций вызвало заметное снижение промышленного производства, в основном по итогам апреля. В последующие месяцы 2022 г. наши оценки динамики промышленного производства с поправкой на календарный и сезонный факторы оставались в первом приближении неизменными, незначительно увеличиваясь или снижаясь в отдельные месяцы (рис. 3.3). Таким образом, после заметного спада весной российское промышленное производство остается стабильным уже на протяжении почти целого года. Несмотря на вызванный санкциями спад,

уровень промышленного производства (с поправкой на календарный и сезонный факторы) в настоящее время снова превышает предпандемийный. Вместе с тем пока (по итогам января 2023 г.) рано говорить об отчетливых признаках посткризисного восстановления.

Сказанное означает, что в динамике промышленного производства на протяжении санкционного кризиса пока реализуется сценарий, близкий к L-образному (резкое снижение уровня с последующей продолжительной стабилизацией), тогда как во время коронакризиса наблюдался V-образный сценарий (резкое снижение уровня с последующим быстрым восстановлением, см. рис. 3.3).

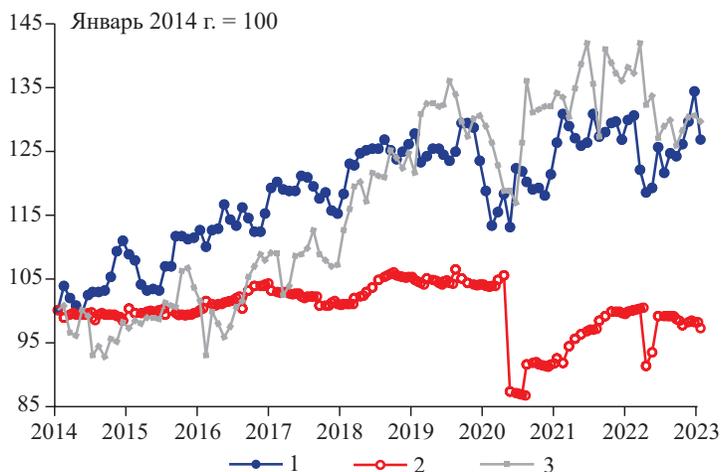
Различие сценариев протекания двух кризисов обусловлено тем, что для восстановления прежнего уровня выпуска после ослабления коронавирусных ограничений необходимо было лишь вновь запустить остановленный на короткое время производственный процесс, что во многих случаях не потребовало значительных средств и времени. Восстановление же производства после введения санкций связано с необходимостью реструктуризации производственных цепочек, торговых потоков, организации импортозамещения и т.п., что требует значительных времени и средств. Наконец, введение антироссийских санкций представляет собой не однократный акт, а растянутую во времени последовательность действий. Исходя из этого санкционный кризис более продолжительный по сравнению с коронакризисом. Соответственно, посткризисное восстановление начнется с более существенным запаздыванием, что и обуславливает пока L-образную динамику производства.

В добыче полезных ископаемых после апрельского снижения уже в мае — июне 2022 г. уровень производства частично восстановился, после чего наблюдается его незначительное снижение (рис. 3.4). Заметный спад с последующей стабилизацией произошел в добыче природного газа (рис. 3.5), а также в добыче и обогащении железных руд (рис. 3.6). Добыча угля претерпела весной заметный спад, но впоследствии полностью восстановилась. Добыча нефти после кратковременного снижения почти восстановилась, но затем продолжила медленно сокращаться, что в значительной мере и обусловило динамику производства в добыче полезных ископаемых в целом (см. рис. 3.5).



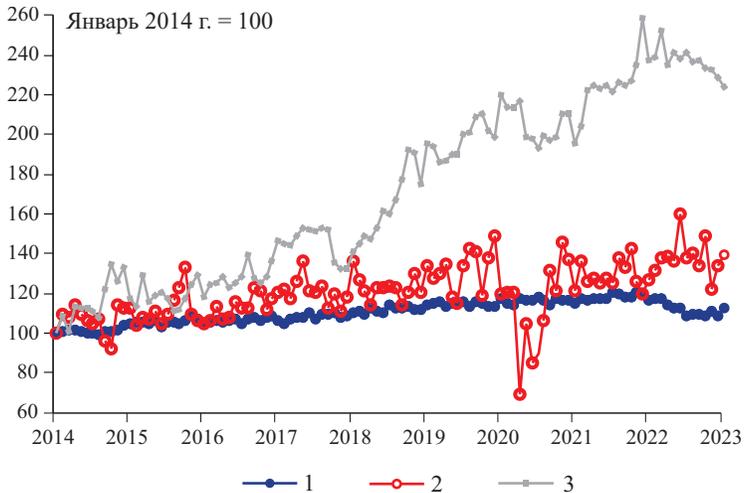
**Рис. 3.4.** Обрабатывающие производства (С), добыча полезных ископаемых (В), сезонно скорректированные данные

Источник: Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.



**Рис. 3.5.** Добыча угля (1), добыча сырой нефти и нефтяного (попутного) газа (2), добыча природного газа и газового конденсата (3), сезонно скорректированные данные

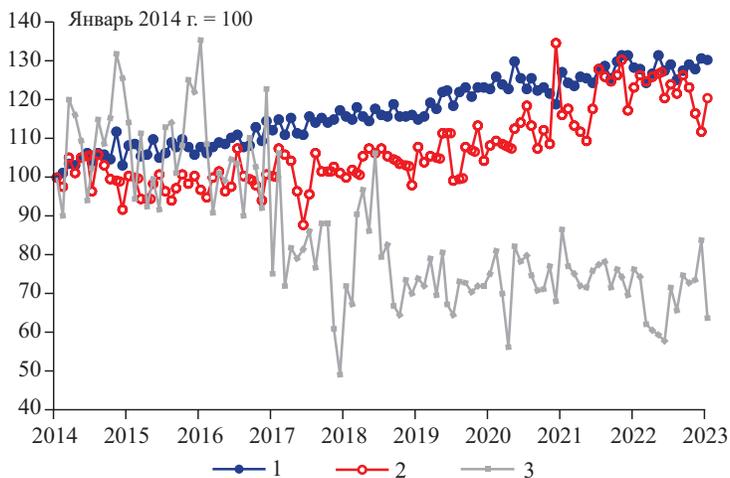
Источник: Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.



**Рис. 3.6.** Добыча металлических руд (1), добыча прочих полезных ископаемых (2), предоставление услуг в области добычи полезных ископаемых (3), сезонно скорректированные данные

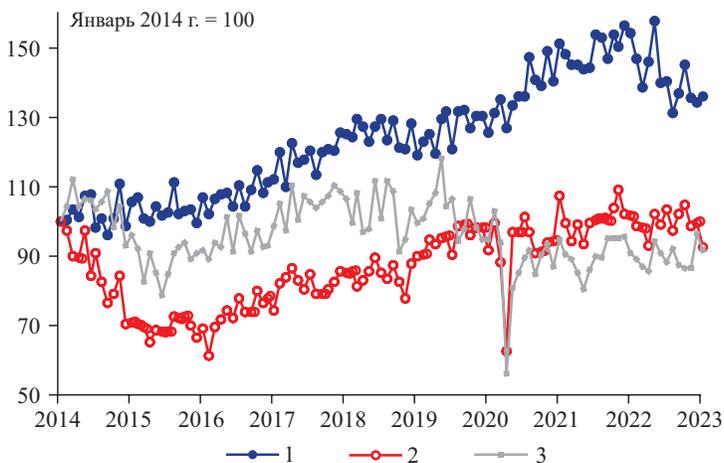
*Источник:* Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

В обрабатывающих производствах основной спад пришелся на март 2022 г., после чего в целом наблюдается стабилизация (см. рис. 3.4). Здесь в результате санкционного кризиса снизилось производство древесины и изделий из дерева, производство бумаги и бумажных изделий (рис. 3.9), производство химических продуктов и химических веществ (рис. 3.10), производство резиновых изделий (рис. 3.11) и особенно производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов (рис. 3.14). Производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях, резко выросло во время пандемии (рис. 3.10), после чего значительно снизилось, оставаясь на высоком уровне. Это можно связать с постепенным снижением спроса по мере затухания пандемии. Похожую динамику демонстрирует и производство компьютеров, электронных и оптических изделий (рис. 3.13), что также в какой-то степени можно связать с влиянием спроса во время пандемии и после ее ослабления. Производство пищевых продуктов (рис. 3.7) практически не пострадало в результате вве-



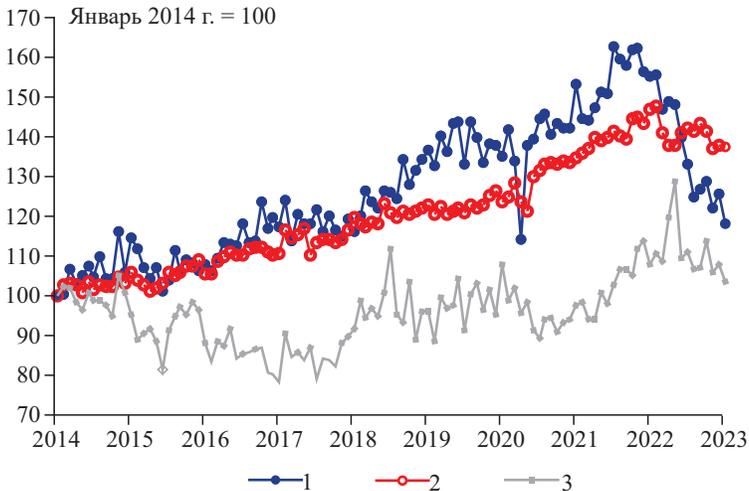
**Рис. 3.7.** Производство пищевых продуктов (1), производство напитков (2), производство табачных изделий (3), сезонно скорректированные данные

Источник: Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.



**Рис. 3.8.** Производство текстильных изделий (1), производство одежды (2), производство кожи и изделий из кожи (3), сезонно скорректированные данные

Источник: Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

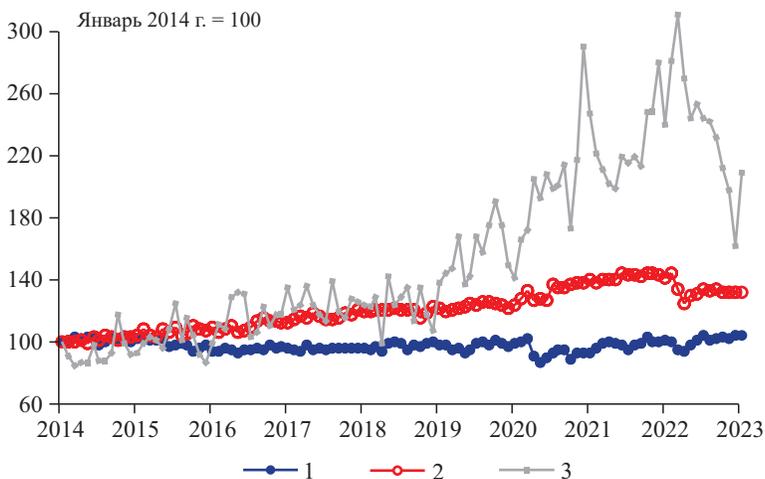


**Рис. 3.9.** Производство древесины и изделий из дерева (1), производство бумаги и бумажных изделий (2), деятельность полиграфическая и копирование носителей информации (3), сезонно скорректированные данные

*Источник:* Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

дения санкций, а производство текстильных изделий и одежды (рис. 3.8) претерпело незначительный спад. Производство мебели (рис. 3.15), несколько снизившись после ухода зарубежных компаний, быстро восстановилось и продолжает расти. Обеспечение электроэнергией, газом и паром, как и водоснабжение, водоотведение и т.п. (рис. 3.16), полностью обеспечивают потребности народного хозяйства. Санкции не оказали на них заметного влияния. Отметим, что наши оценки не учитывают явным образом производство вооружений и военной техники, которое должно продемонстрировать значительный рост в связи с проведением специальной военной операции (интенсивный рост производства готовых металлических изделий (рис. 3.12) лишь в небольшой мере обусловлен этим фактором).

***Несмотря на наличие нескольких видов промышленной продукции, по которым наблюдается снижение производства (а такие позиции имеются всегда, даже в периоды интенсивного подъема), к концу***

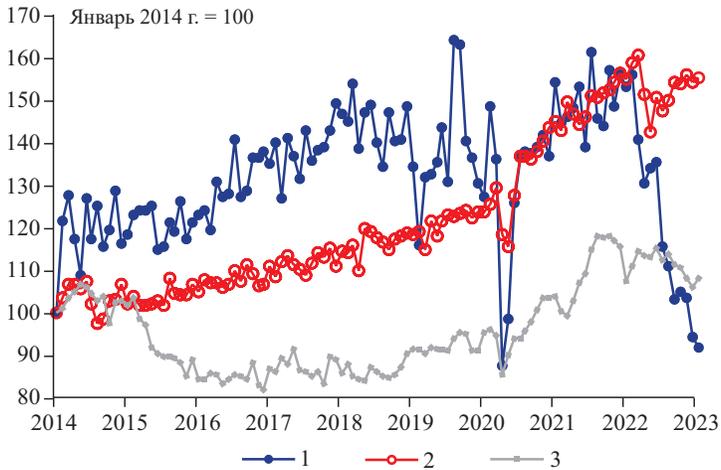


**Рис. 3.10.** Производство кокса и нефтепродуктов (1), производство химических продуктов и химических веществ (2), производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях (3), сезонно скорректированные данные

Источник: Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

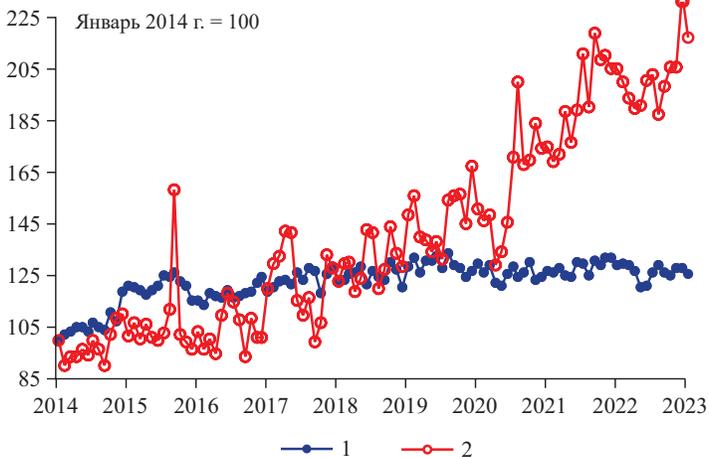
**2022 г. производство с поправкой на сезонность стабилизировалось** или даже частично либо полностью восстановилось практически по всем позициям, которые пострадали в результате введения санкций. Это свидетельствует в пользу того, что **российская промышленность в целом адаптировалась к санкциям, введенным к настоящему времени.**

Можно выделить два основных канала влияния санкций на российскую промышленность. К первому из них относятся попытки ограничения спроса на мировых рынках на продукцию российского экспорта. Это повлияло на производство энергоносителей, топлива, металлов, крупнотоннажной химической продукции, древесины и изделий из дерева, т.е. на добычу полезных ископаемых и на ряд видов продукции первых переделов обрабатывающих производств. Восстановления докризисного уровня производства здесь следует ожидать лишь после завершения процесса переориентации поставок продукции на другие рынки и ре-



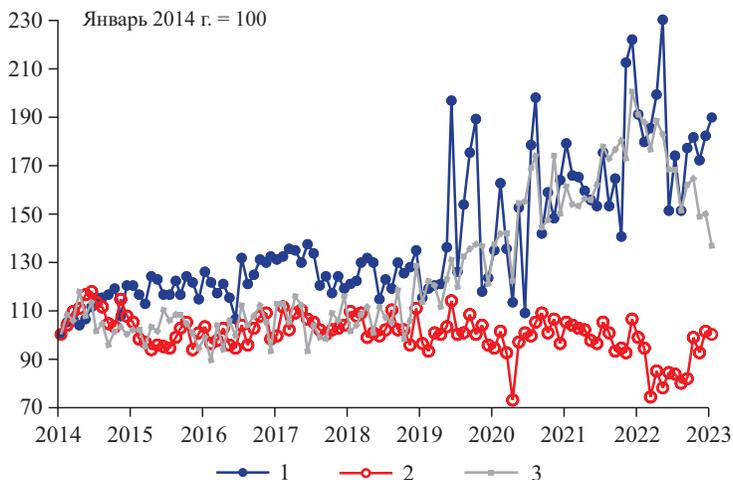
**Рис. 3.11.** Производство резиновых изделий (1), производство изделий из пластмасс (2), производство прочей неметаллической минеральной продукции (3), сезонно скорректированные данные

Источник: Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.



**Рис. 3.12.** Производство металлургическое (1), производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования (2), сезонно скорректированные данные

Источник: Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.



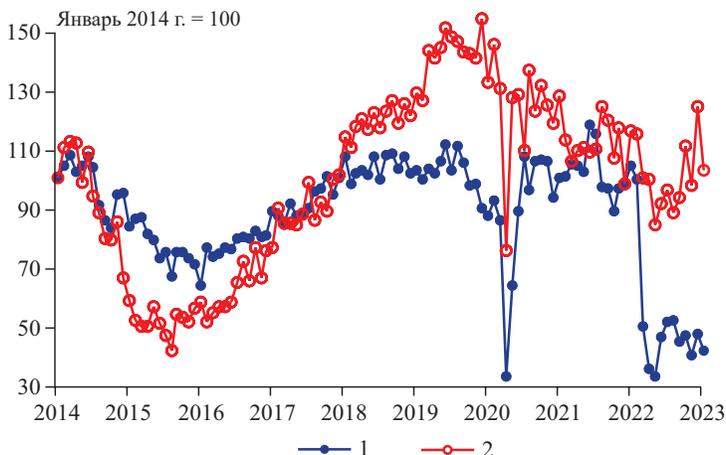
**Рис. 3.13.** Производство компьютеров, электронных и оптических изделий (1), производство электрического оборудования (2), производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки (3), сезонно скорректированные данные

*Источник:* Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

шения связанных с этим проблем логистики, проведения денежных расчетов и т.п.

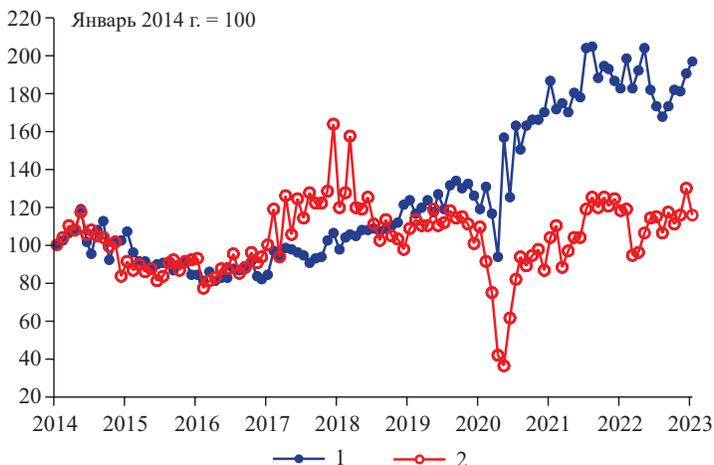
Второй канал влияния санкций состоит в прекращении поставок в Россию потребительских и инвестиционных товаров, а также комплектующих для производства продукции ряда секторов обрабатывающей промышленности, ориентированной на внутренний рынок. Это в первую очередь автомобили и комплектующие для их производства, а также продукция электронной промышленности, отдельные потребительские товары длительного пользования и ряд других. Здесь восстановление объемов производства произойдет после завершения процесса реструктуризации цепочек поставок комплектующих и в какой-то мере в результате процессов вынужденного импортозамещения.

Как и при восстановлении уровня промышленного производства после коронакризиса, позитивное влияние на динамику промышленного производства оказывают меры государственной поддержки населения и бизнеса, а также перераспределение по-



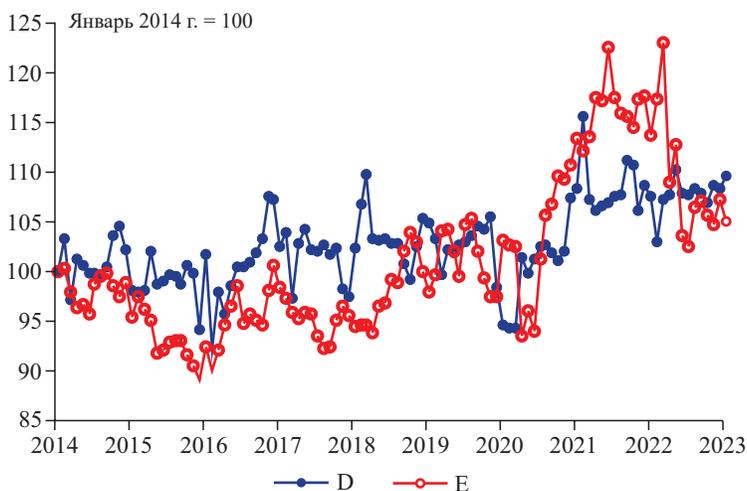
**Рис. 3.14.** Производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов (1), производство железнодорожных локомотивов и подвижного состава (2), сезонно скорректированные данные

Источник: Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.



**Рис. 3.15.** Производство мебели (1), производство ювелирных изделий, бижутерии и подобных товаров (2), сезонно скорректированные данные

Источник: Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.



**Рис. 3.16.** Обеспечение электрической энергией, газом и паром, кондиционирование воздуха (D), водоснабжение, водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений (E), сезонно скорректированные данные

Источник: Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

требительского спроса с внешнего рынка в пользу внутреннего. Помимо этого, позитивное влияние окажут проекты по развитию дорожной и иной гражданской инфраструктуры, расширение строительства (в частности, жилищного), а также восстановление инфраструктуры и экономики новых регионов. Все это формирует спрос на строительные материалы, строительную технику, бытовую технику, мебель и т.п. Также следует ожидать роста производства продукции секторов, в которых санкции вынуждают проводить импортозамещение (скажем, в производстве комплектующих для автомобильной промышленности). Наконец, проведение специальной военной операции сопровождается увеличением объемов производства вооружений и военной техники.

С учетом ожидаемого сокращения бюджетных доходов в 2023 г. дальнейшее расширение бюджетных программ стимулирования экономики способно создать чрезмерные риски для макроэкономической стабильности. *Завершение адаптации будет зависеть от*

*подстройки экономики и особенно бюджетной системы к более низкому уровню экспортных доходов. В этих условиях бюджетные меры поддержки станут более избирательными, тогда как опора на рыночные механизмы будет усиливаться.*

Среди факторов, способствующих переходу к фазе восстановления российской обрабатывающей промышленности на рыночной основе, укажем лишь на два. Во-первых, *в результате ухода зарубежных производителей с российского рынка на нем освободились соответствующие ниши*, что создает спрос на отечественную продукцию. Во-вторых, *снижение спроса на российские топливо и сырье и сокращение предложения конечной продукции на российском рынке изменили относительные цены производителей в пользу поставщиков конечной продукции*. Это также должно простимулировать рост в обрабатывающих производствах.

Подводя итоги, следует констатировать, что *возможности перехода к росту в среднесрочной перспективе связаны с развитием производства, ориентированного на внутренний рынок*. Российский частный бизнес в 2022 г. доказал свою устойчивость к шокам, однако переход к развитию новых производств потребует дополнительных условий. В частности, *устойчивый внутренний спрос вряд ли возможен без сохранения численности среднего класса (квалифицированных специалистов и предпринимателей) и постепенного роста его доходов, направляемых на приобретение современных высококачественных товаров и услуг*. Без привлечения ресурсов среднего класса невозможен и рост инвестиций на базе внутренних сбережений.

Поскольку санкционный кризис вызван шоками неэкономической природы, на основе лишь данных социально-экономической статистики невозможно судить о его перспективах. Можно лишь предположить, что неопределенность едва ли снизится до завершения специальной военной операции.

## 4. АДАПТАЦИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

Санкционные ограничения доступа на зарубежные финансовые рынки актуализировали проблему привлечения внутренних сбережений для финансирования бюджетного дефицита и инвестиций бизнеса.

Рублевый облигационный рынок испытал глубокий шок на фоне введения экономических санкций и резкого ужесточения денежно-кредитной политики в марте 2022 г. Однако начиная со второй половины 2022 г. — после смягчения денежно-кредитной политики и понимания долгосрочности санкций эмитентами — рублевый долговой рынок работал в усиленном режиме с целью как покрытия дефицита бюджета, так и рефинансирования текущих задолженностей и привлечения долгового капитала на развитие новых направлений в связи с переориентацией деятельности многих компаний с западных рынков на российский.

**Коллапса на рублевом рынке долговых облигаций удалось избежать.** Если на конец 2021 г. весь объем рынка рублевых корпоративных облигаций составлял около 17,6 трлн руб., то на конец 2022 г. — 19,8 трлн руб. (абсолютный рекорд за последние 10 лет). Мы ожидаем, что в 2023 г. объем новых рыночных размещений на рынке рублевых корпоративных облигаций составит около 4,5–5,5 трлн руб. **Рост рынка будет вызван необходимостью привлечь средства на реализацию инвестиционных программ и рефинансирование обязательств в условиях закрытых внешних рынков.** Общий объем рынка рублевых корпоративных облигаций к концу 2023 г. составит около 24 трлн руб., его рост — более 20%.

Основным источником восстановления рублевого долгового рынка стали бумаги с рейтингами выше BBB+ по национальной рейтинговой шкале. Это связано с тем, что высококачественные эмитенты при закрытых внешних источниках финансирования вынуждены были переходить на выпуск рублевых инструментов. За 12 месяцев 2022 г. (без учета выпуска структурных бумаг и секьюритизованных выпусков) около 90% проведенных сделок было обеспечено эмитентами с рейтингом инвестиционного уровня, из которых более 60% имели рейтинги AAA.

Большая часть новых рыночных размещений в 2023 г. будут представлены корпоративными облигациями с инвестиционны-

ми рейтингами. Мы ожидаем, что около 4,5–4,9 млрд руб. новых сделок будет обеспечено эмитентами с инвестиционными рейтингами, из которых 3,5–4 млрд руб. будут иметь рейтинги не ниже А по национальной шкале для Российской Федерации. Этому будут способствовать «предпочтения качеству» — кредитные спреды по облигациям «умеренного» и «низкого» кредитного качества после расширения в 2022 г. вряд ли значительно сократятся.

**Санкционное давление наиболее негативно отразилось на сегменте высокодоходных облигаций (ВДО), к которым в России относятся бумаги с рейтингом ниже BBB+ по национальной шкале.** Объем рыночных размещений ВДО за 2022 г. составил около 10,8 млрд руб. Эта сумма приблизительно в 3 раза меньше объема размещения 2021 г., который составил около 34 млрд руб. Пик размещений ВДО пришелся на IV квартал 2022 г. В этом квартале было размещено новых облигаций на сумму около 5 млрд руб., в то время как за первые три квартала 2022 г. было размещено выпусков на сумму около 5,9 млрд руб.

Причиной сжатия рынка ВДО в 2022 г. стало не только ужесточение денежно-кредитной политики, но и расширение спредов (премий к доходностям государственных ценных бумаг) весной — осенью 2022 г. Особенно это видно по премиям ВДО, которые вернулись к концу декабря к значению 600 базисных пунктов. Уменьшение волатильности премий к доходности государственных ценных бумаг дает надежду на повышение спроса на корпоративные облигации, особенно в сегменте ВДО.

Рынок ВДО продемонстрировал существенный рост в 2022 г., но до 2021 г. ему далеко. Объем рыночных размещений ВДО в 2023 г. составит 20–25 млрд руб. Рост объема будет связан с необходимостью погасить или амортизировать около 30 млрд руб. ВДО в 2023 г. В то же время объем размещений будет существенно сдерживаться из-за повышенного уровня требуемых купонных ставок в связи с выросшими надбавками за риски. Так, если размер купона у облигаций ВДО в рейтинговой категории В в 2021 г. составлял 13–14%, то в 2022 г. он вырос до 18–20%. В рейтинговой категории ВВ размер купона в 2022 г. составил 15–17%, в то время как в 2021 г. — 11–13%. Мы ожидаем, что премия за риск в сегменте ВДО в 2023 г. останется на уровне 2022 г.

**Кредитный риск в сегменте ВДО в 2023–2024 гг. останется на очень высоком уровне,** что может «закрыть» этим эмитентам доступ

к первичному рынку. Ключевым краткосрочным риском предприятий ВДО является риск ликвидности, что может привести к недостатку средств для выплаты как купонов, так и основной суммы долга. В среднесрочной перспективе наиболее опасными являются риск обслуживания долга и риск рефинансирования. Существенными рисками сегмента ВДО продолжают оставаться сокращение государственной поддержки малых и средних предприятий на фоне сокращающихся доходов и растущего дефицита государственного бюджета. В 2023 г. эмитентам с невысоким кредитным рейтингом предстоят погашения в размере около 30 млрд руб., а в 2024 г. — около 35 млрд руб. По мнению Школы финансов ФЭН НИУ ВШЭ, несмотря на растущие ставки купона, рефинансировать этот объем будет достаточно сложно при ограниченном спросе на эти ценные бумаги со стороны физических лиц, традиционно являющихся основными покупателями ценных бумаг в сегменте ВДО.

*Дефолты в сегменте ВДО все больше и больше связаны с вопросами корпоративного управления.* За прошлый год на всем рублевом долговом рынке было выявлено всего около 18 дефолтов по погашению, около 200 дефолтов, в том числе технических, по купону и 55 дефолтов, также включая технические, по оферте. В данной группе в большинстве своем это эмитенты, которые уже ранее находились в статусе дефолта по купону и оферте на начало 2022 г., и текущие дефолтные события были ожидаемы участниками рынка. Однако в 2022 г. были и новые эмитенты, которые не смогли пройти оферту, выплатить купон или пройти погашение в установленном правилами время. Это Главторг, ИТК «Оптим», «КИСТОЧКИ Финанс», «Калита», ЭБИС, «Обувь России». В большинстве из них основной причиной дефолта стало слабое корпоративное управление, приведшее к ошибочному финансовому менеджменту. В 2023 г. наибольший риск будут представлять бумаги ВДО без рейтинга, так как оценить качество таких бумаг инвесторам очень сложно из-за существенной информационной асимметрии.

Прежние правила в сегменте ВДО больше не работают. Мы ожидаем, что *факторами успешного размещения в сегменте ВДО в первую очередь являются информационная прозрачность и наличие кредитного рейтинга, желательно в диапазоне ВВ и выше.* При этом компаниям в сегменте ВДО теперь придется соответствовать как

практикам информационной открытости, так и практикам работы с инвесторами, которые используют эмитенты с рейтингами инвестиционной категории. И наоборот, при отсутствии этих факторов спреда к ОФЗ будут расширяться. Приоритетами для компаний ВДО в таких условиях также должны стать консолидированная отчетность по МСФО и аудитор с репутацией.

Наиболее сильный удар санкции нанесли по еврооблигациям высококлассных российских эмитентов, что вызвало рост стоимости долга у них с привычных 3–4% до 7–10%. Блокировка еврооблигаций в системе Euroclear привела к необходимости выпуска так называемых замещающих облигаций, расчеты для которых осуществляются в российской инфраструктуре и в российских рублях. За 2022 г. объем рынка замещающих облигаций составил около 540 млрд руб. и включал 24 размещенных выпуска 6 эмитентов (18 выпусков приходится на «Газпром» и «Лукойл»). Исходя из того что на начало 2023 г. российскими эмитентами было размещено около 140 выпусков, потенциальный рынок замещающих облигаций в 2023 г. составит около 18–20 млрд долл. (1,5 трлн руб.).

Существенной инфраструктурной проблемой российского долгового рынка является уход из России международных рейтинговых агентств (Moody's, S&P и Fitch). Это сделало его «национальным островом», так как отсутствие международных рейтингов не позволяет инвестировать в российские облигации инвесторам не только из стран ЕАЭС, но даже из дружественных стран. ***В среднесрочной перспективе вопрос может быть решен путем выстраивания кооперации между национальными рейтинговыми агентствами России и стран БРИКС и взаимного признания рейтингов всех национальных агентств на пространстве БРИКС.*** Однако пока это решение выглядит крайне призрачным. Спасти ситуацию может единое рейтинговое агентство стран БРИКС, но это очень долгосрочная история.

Очевидно, что, помимо облигационных займов, необходимым условием роста крупных инвестиций в нынешних обстоятельствах являются специальные формы долгосрочного финансирования на базе банковского кредита. По данным подготовленных сотрудниками Школы финансов ФЭН НИУ ВШЭ и ВЭБ.РФ обзоров ведущих российских компаний можно видеть, что ***крупнейшие компании имели приемлемую кредитную нагрузку (в среднем отношение***

*долга к EBITDA составляло 1,7–2,6 в разные периоды 2017–2021 гг.), реинвестировали порядка 50% EBITDA и имели значительные балансы денежных средств.*

В течение многих лет в России предоставление крупных сумм заемного финансирования могло осуществляться совместно несколькими финансовыми организациями. 31 декабря 2017 г. был принят Федеральный закон № 486-ФЗ «О синдицированном кредите (займе)», сформировавший правовую основу для заключения сделок синдицированного кредитования, усиливающий преимущества синдицированного финансирования — такие, как распределение рисков между инвесторами, диверсификация их инвестиций, снижение административных и операционных затрат. Поэтому *более половины рынка крупных кредитов в 2021–2022 гг. заняли крупномасштабные сделки проектного финансирования. Применение инструментов синдицированного финансирования для адаптации российских компаний к постсанкционным изменениям имеет хорошие перспективы.*

Важно, во-первых, отметить позитивные процессы, развивающиеся на российском рынке, несмотря на санкционные последствия. *Несмотря на то что сегодня крупнейшие российские банки остаются основными участниками рынка, все большую роль начинают играть крупные и средние банки.* Средний срок синдицированных кредитов на рынке составляет 10–15 лет. Изменению профиля рынка способствовали совершенствование нормативно-правовой базы, появление «Фабрики проектного финансирования» ВЭБ.РФ, улучшение качества кредитной документации.

Во-вторых, на рынке преобладают «клубные синдикаты». Главным отличием от «широких» синдикаций является то, что в «клубных» синдикациях происходит единовременное структурирование и подписание сделки кредиторами.

В-третьих, появление и развитие нового инструмента вторичного рынка — субучастия в долгосрочном кредите, которое стало возможным благодаря изменениям к Закону о синдицированном кредите, вступившим в силу 21 июня 2021 г., позволяют использовать новый инструмент на вторичном рынке — финансирование участия в кредите. Этот инструмент является аналогом фондируемого субучастия, который широко используется в англо-саксонском праве для передачи экономического интереса в кредите без передачи прав и обязанностей кредитора по договору синдицированного кредита.

Наконец, активно развиваются меры господдержки инвестиционной деятельности и проектов, механизм «Фабрики проектного финансирования». «Фабрика» — это инструмент предоставления синдицированных кредитов с участием ВЭБ.РФ и ключевых банков-партнеров: ПАО «Сбербанк» («Сбер»), АО «Газпромбанк» и ПАО «Банк ВТБ» и др. На 31 декабря 2022 г. финансирование открыто по 16 проектам, общая сумма финансирования от синдиката банков на отчетную дату составила 390 млрд руб. Одобрено 34 проекта общей стоимостью порядка 1,9 трлн руб.

Продолжается работа по улучшению координации между множеством инвесторов и предотвращению возникновения конфликтов между участниками сделки. Запущен процесс урегулирования ряда сложностей, например, согласование с иными мерами господдержки и инструментами (договор о предоставлении мощности (ДПМ) в отрасли энергетики и др.). Уточнение механизма проектного финансирования проходит периодически с участием министерств и крупнейших компаний. Так, в 2021–2022 гг. внесены изменения для стимулирования бизнеса: в ряде случаев принимаются проекты, реализуемые действующими заемщиками без образования новой проектной компании, предусмотрены случаи снижения требования к доле собственных средств заемщика с 20 до 15% и рефинансирования бридж-кредитов, кредитов (займов) на финансирование расходов, понесенных на прединвестиционной фазе. В 2023 г. планируется дальнейшее совершенствование механизма с участием ВЭБ.РФ.

В целом в 2022 г. наблюдалась тенденция *сужения круга финансовых инструментов, доступных для частных инвесторов на внутреннем фондовом рынке*. В условиях повышенных рисков Банк России ужесточает ограничения для приобретения многих финансовых инструментов неквалифицированными инвесторами. Продолжает повышаться интерес частных инвесторов к прямым вложениям в акции и облигации, однако вместе с этим возрастают риски слабой диверсификации их индивидуальных портфелей.

Финансовые регуляторы пытаются реформировать внутреннюю систему частных сбережений, прежде всего за счет введения новых типов индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) и добровольных пенсионных сбережений в НПФ.

По результатам исследования Школы финансов ФЭН НИУ ВШЭ было выявлено, что действующая практика подталкивает

частных инвесторов к прямым вложениям в ограниченный круг ценных бумаг, это приводит к тому, что портфели большинства инвесторов проигрывают по доходности рыночному портфелю. В 2022 г. среднестатистический клиент российских брокеров имел только 10–11 акций в своем портфеле, хотя моделирование показывает, что увеличение числа акций до 50 штук повышает долю случаев получения доходности выше индекса Московской биржи до 99% на долгосрочном горизонте.

*Проблема в том, что основная доля частных инвесторов не располагают активами, достаточными для диверсификации портфелей.* Повышению эффективности управления индивидуальными портфелями может способствовать ориентация на паевые инвестиционные фонды, применяющие факторные стратегии с простым и прозрачным алгоритмом отбора активов в состав портфелей, низкими издержками на управление портфелем с помощью применения более пассивных стратегий управления и автоматизированных алгоритмов корректировки портфелей.

*Для повышения привлекательности частных сбережений на внутреннем рынке в финансовом регулировании и бизнес-стратегиях предлагается реализовать подход, условно называемый «индивидуализацией портфелей частных инвесторов»,* предполагающий формирование портфелей с учетом индивидуального риск-профиля и предпочтений каждого инвестора за счет осознанного отбора финансовых инструментов разных поставщиков на конкурентной основе. Инструментами реализации данного подхода могут стать широкая диверсификация индивидуальных портфелей, инвестиции в открытые и биржевые паевые инвестиционные фонды (ПИФы) и применение факторных инвестиционных стратегий, позволяющих существенно улучшить параметры «доходности–риска» доступных частному инвестору ПИФов.

## 5. ВОЗМОЖНОСТИ ПЕРЕХОДА К УСТОЙЧИВОМУ РОСТУ

*Успешной структурной трансформации российской экономики на фоне жестких санкционных ограничений благоприятствуют ее конкурентные преимущества естественного порядка, которые определяются географическим положением, богатством природных и энергетических ресурсов, а также относительно низкой стоимостью земли и рабочей силы. Вместе с тем значимы **ограничения роста, связанные с недостаточной развитостью инфраструктуры и высокими транзакционными издержками**. Успех тех полтора десятков стран, которые в последние десятилетия сумели обеспечить темпы роста ВВП на значительно опережающем средние показатели уровне, был основан на выявлении бизнес-сообществами и правительствами тех скрытых конкурентных преимуществ, которые связаны, во-первых, с поддержкой и защитой инноваторов-первопроходцев, внедряющих новую для национального рынка продукцию в сфере внутреннего производства и экспорта, и, во-вторых, с созданием государством жесткой и мягкой инфраструктуры, которая важна для успеха национальных компаний в условиях интенсивной конкуренции на мировом рынке. **Под жесткой инфраструктурой при этом понимаются не только ее традиционные объекты (дороги, электроэнергетика, портовое хозяйство и т.д.), но и цифровая составляющая. Под мягкой инфраструктурой — «правила игры» и законодательство.***

При этом, возвращаясь к естественным конкурентным преимуществам, важно отметить, что критерием для оптимального выбора производителем пути развития обычно являются относительные цены на капитал, рабочую силу и природные ресурсы. Следовательно, необходимой предпосылкой освоения сравнительных преимуществ экономики конкретными бизнесами служит бесперебойная работа рыночной системы, призванной формировать адекватные ценовые сигналы и доводить их до предпринимателей. Это, разумеется, не исключает активной промышленной политики государства, потребность в которой в складывающихся условиях существенно возросла. Задачей является нахождение оптимального баланса промышленной политики и поддержки

рыночной конкуренции. До сих пор нередки были обоснованные претензии как к первой, так и ко второй. Теперь задача, о которой идет речь, приобрела императивный характер. Она не имеет простого решения и требует комплексной проработки в экспертной среде.

Чтобы промышленная политика государства по поддержке инноваторов и развитию инфраструктуры была наиболее результативной, она должна быть в первую очередь нацелена на отрасли, которые обладают скрытыми сравнительными преимуществами. В соответствии с современными подходами к структурной политике таковыми, в частности, являются отрасли, которые, несмотря на низкие факторные издержки производства в международном сравнении, имеют слишком высокие транзакционные издержки из-за неадекватно жесткой и мягкой инфраструктуры. Выявить перспективные объекты приложения такой политики можно посредством оценки расстояния фактического состояния целевой отрасли до глобальной технологической границы, в частности, до уровня и динамики производительности мировых лидеров в той или иной отрасли, измеряемых соответственно уровнем выработки на одного занятого в сопоставимых ценах и ростом совокупной факторной производительности (СФП). Целесообразной, с точки зрения авторов доклада, была бы следующая дифференциация акцентов промышленной политики для шести категорий отраслей в российской экономике:

1) для отрасли, которая пока находится на значительном расстоянии до глобальной технологической границы по уровню подушевой выработки, но имеет высокие темпы роста СФП, государству следует в первую очередь выявить ограничения в инфраструктуре, финансировании, человеческом капитале и т.д. и способствовать их устранению;

2) для отраслей с относительно низким уровнем выработки и низким темпом роста СФП, помимо перечисленных условий, важны стимулы для облегчения технологического рывка за счет создания принципиально новых технологий или догоняющего развития (освоения имеющихся в мире передовых технологий);

3) для отрасли, которая уже находится на глобальной технологической границе или близка к ней (сопоставима по уровню выработки на одного работника с лидирующими по этому показателю

странами и имеет высокие темпы роста СФП), следует особенно поддерживать исследования и разработки фирм, необходимые для сохранения технологического лидерства;

4) для отрасли, которая потеряла или может потерять в ближайшем будущем прежние сравнительные преимущества (как, например, энергоемкая промышленность в некоторых регионах России), следует помогать фирмам либо переходить в более выгодные сектора глобальных цепочек добавленной стоимости, в том числе за счет развития маркетинга, либо перемещать производства туда, где имеются утраченные преимущества, либо, наконец, менять профиль;

5) для отраслей с коротким инновационным циклом, которые полагаются больше на человеческий, чем на физический, капитал, в России как стране с богатым человеческим капиталом и обширным внутренним рынком следует в числе прочего делать акцент на создание инкубационных парков, поощрение венчурного капитала, защиту интеллектуальной собственности и т.п.;

6) для стратегически важной отрасли с длительным инновационным циклом следует субсидировать исследования и разработки напрямую, стараясь вместе с тем избегать вмешательств, искажающих рыночную среду.

Проведенные в Институте «Центр развития» НИУ ВШЭ расчеты свидетельствуют о том, что относительно близко к странам — мировым лидерам по уровню выработки на одного работника находятся российские производители в сфере нефтепереработки, металлургии и табачной промышленности. При этом среднегодовые темпы роста совокупной факторной производительности в этих секторах в период с 1995 г. либо отрицательны (для нефтепереработки), либо составляют лишь около 1% (для металлургии и производителей табачных изделий). Отсюда можно сделать вывод, что российские лидеры по уровню производительности имеют значительные резервы улучшения своего места в мировой технологической гонке, если им удастся к естественным конкурентным преимуществам (доступное сырье, относительно недорогая энергия и т.п.) добавить ускоренный рост совокупной факторной производительности на основе внедрения в производство технологических и организационных инноваций.

При этом, как отмечалось выше, поддержка инноваторов предполагает усилия государства по развитию современной инфра-

структуры, в том числе цифровой. Инвестиционные вложения в ИКТ-оборудование, программное обеспечение и базы данных выросли в России с 2017 по 2020 г. с 531 млрд до 1003 млрд руб., что составляло от 3,3 до 4,9% всех инвестиций в основной капитал, или от 0,58 до 0,93% ВВП. При этом последний показатель в среднем для ЕС, США и Великобритании составлял в этот же период от 1,5 до 2,7%, т.е. значительно больше. Увеличение вложений, несомненно, не может происходить только за счет государства. Однако в нынешних обстоятельствах оно неизбежно играет ключевую роль, которую явно не утратит в ближайшем будущем.

Российский финансовый сектор, который в 2022 г. в целом справился с санкционным давлением, обладает широким набором институциональных инструментов заемного финансирования, среди которых облигационные займы, а также синдицированные кредиты банков. Это позволяет отчасти удовлетворить потребности в финансировании крупных компаний, в том числе их инвестиционных проектов для целей развития. Вместе с тем недостаток инструментов с приемлемым соотношением риска и доходности препятствует масштабному привлечению средств частных инвесторов. Причины этого лишь отчасти поддаются регулированию, а отчасти находятся вне финансового сектора и связаны как с сохранением общей макроэкономической неопределенности относительно перспектив развития, так и с недостатками корпоративного управления.

Адаптация к санкционному давлению была во многом достигнута за счет не только рациональных регулятивных мер, но и **активизации государства как инвестора, покупателя и производителя товаров и услуг**. Складывающиеся условия таковы, что переход к устойчивому экономическому росту пока не может происходить за счет снижения его активности. В обозримой перспективе роль государственного сектора экономики и государственных финансов останется ключевой. Однако успешная реализация этой роли несовместима с возвращением к плановому хозяйству и тем более к мобилизационной экономике образца середины XX в. Одна из причин этого в том, что несопоставимо возросла потребность в генерировании и быстром освоении инноваций по всему фронту экономической активности, к тому же в ближайший период экономическую политику предстоит строить в условиях высокой

неопределенности. Плановая экономика справлялась с этим главным образом в рамках узконаправленных проектов оборонного характера, институционально и ресурсно обособленных от общего хода хозяйственной жизни, который во многом подчинялся обеспечению этих проектов и нес бремя демпфирования рисков. Избегать ригидности проектов удавалось за счет «ручного управления» на политическом уровне и безоговорочного удовлетворения ресурсных запросов по мере их возникновения. Подобный режим для всей экономики немыслим, а иные пути гармоничного обеспечения технического прогресса в плановой экономике не удалось найти, несмотря на многолетние усилия.

Чтобы государственный сектор, включая бюджетные отрасли, а также государственные финансы обеспечивали инновационное развитие, необходим определенный *простор для инициативы, разнообразия и экспериментов по совершенствованию технологий и институтов*. В то же время усложнение условий формирования бюджета, о которых говорилось выше, подталкивает к дальнейшему ограничению самостоятельности получателей государственных средств и сокращению границ бюджетного федерализма. Налицо очевидное *противоречие между текущими интересами адаптации и перспективными интересами развития*.

То же относится и к сфере, вносящей решающий вклад в формирование *самой существенной предпосылки долгосрочной устойчивости экономического роста*, которой является человеческий капитал. Речь идет *о системе образования*. Прогнозируемые демографические тенденции во многом ограничивают предложение труда. Тем настоятельнее задачи ориентации этой системы на *перспективные потребности экономики и общества*. Они заведомо не поддаются детальному прогнозированию, а потому стратегия развития образования должна обладать *достаточной гибкостью*, чтобы в рамках общих прогнозных ориентиров быстро преодолевать текущий дефицит кадров необходимой квалификации.

Авторы настоящего доклада не предлагают здесь конкретных рецептов решения проблем, как приведенных в качестве примеров, так и оставшихся за пределами рассмотрения, чтобы неизбежная спорность конкретных рекомендаций не помешала сделать главный вывод. Он состоит в том, что во главу угла актуальной повестки экспертного сообщества, обсуждающего пути перехода к

устойчивому росту российской экономики, следует поставить поиск *новых балансов* преемственности и обновления, стратегического выбора и тактической гибкости, адаптации к шокам и целенаправленного формирования будущего.

Этот вывод может показаться банальным, но такие балансы по большей части еще не выстроены даже применительно к отдельным аспектам экономического развития, не говоря уже об их взаимоувязке. При этом в поле зрения практиков пока вполне объяснимо доминируют ответы на неотложные вызовы, которые в ближайшее время вряд ли станут менее разнообразными и значимыми. При очевидной насущности политики неотложной адаптации желательно, чтобы она не породила *чрезмерную инерцию*, как это произошло, например, с гиперрегулированием бюджетной сферы, появившимся в конце 1990-х годов в качестве реакции на сочетание хронического дефицита средств с дефицитом контроля.

Наиболее доступные и в некотором смысле наиболее естественные реакции на шоки почти всегда связаны с экстраординарными интервенциями государства, призванными ускорить адаптацию рынков и направить ее в нужное русло. Вместе с тем, даже если последствия шоков продолжают существенно сказываться в течение длительного времени, прежняя интенсивность вмешательств способна подчас превращаться из необходимого условия адаптации в фактор, ограничивающий ее надежность и переход к развитию. Удачной аналогией в данном случае может служить своевременный переход от интенсивной терапии к поддерживающей. Фокусировка экспертов на *сочетании задач адаптации с задачами развития* при продуманных темпах и мерах *смещения акцентов в пользу развития* способна помочь экономике обрести не только устойчивость, но и более высокую, чем прежде, эффективность.

## **АВТОРЫ ДОКЛАДА**

### **Акиндинова Наталья Васильевна**

Директор Института «Центр развития» Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

### **Авдеева Дарья Александровна**

Ведущий эксперт Института «Центр развития» Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

### **Бессонов Владимир Аркадьевич**

Начальник отдела отраслей реального сектора и внешней торговли Института «Центр развития» Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

### **Гришунин Сергей Вадимович**

SFA, управляющий директор ООО «Национальное рейтинговое агентство», доцент Школы финансов Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

### **Миронов Валерий Викторович**

Заместитель директора Института «Центр развития» Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

### **Наумцева Елена Игоревна**

Директор направления Бизнес-блока ВЭБ.РФ

### **Пухов Сергей Геннадьевич**

Ведущий эксперт Института «Центр развития» Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

### **Тихомиров Дмитрий Викторович**

Профессор Школы финансов Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», директор направления финансового моделирования ВЭБ.РФ

**Цехомский Николай Викторович**

Первый заместитель председателя — член правления ВЭБ.РФ

**Яacobсон Лев Ильич**

Вице-президент Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

*Научное издание*

**Экономика России под санкциями:  
от адаптации к устойчивому росту**

Доклад НИУ ВШЭ

Формат 60×88 1/16  
Гарнитура Newton. Усл. печ. л. 3,88. Уч.-изд. л. 3,2  
Изд. № 2725

Национальный исследовательский университет  
«Высшая школа экономики»  
101000, Москва, ул. Мясницкая, 20  
Тел.: +7 495 624-40-27



При поддержке Фонда целевого капитала НИУ ВШЭ

ГЕНЕРАЛЬНЫЕ ИНФОРМАЦИОННЫЕ ПАРТНЕРЫ



МЕЖДУНАРОДНЫЙ ИНФОРМАЦИОННЫЙ ПАРТНЕР



ИНФОРМАЦИОННЫЕ ПАРТНЕРЫ



ВЕСТНИК  
КАВКАЗА

УНИВЕРСИТЕТЫ.РФ

ЭКОНОМИКА  
И ЖИЗНЬ



Бизнес & общество

