

ИКОНОМИЧЕСКИ И ПОЛИТИЧЕСКИ РИСКОВЕ ПРЕД РУСКАТА ФЕДЕРАЦИЯ

Юлиан Войнов
МАЙ 2014



В тази авторска статия се анализира и прогнозира конфликтът на Руската федерация с ЕС и НАТО след анексирането на Крим. При изготвянето му, безпристрастно и с респект към фактите, са взети всички мерки за осигуряване на обективна и точна информация, а данните, анализите и мненията са базирани на посочените източници по начина и обхвата, изложен в доклада. Анализът и прогнозата не изразяват политически пристрастия; не третират положително или отрицателно политическата констелация; не дават аргументи за ползата или вредата от нея.

Авторите не носят отговорност за информация и материали, изхождащи от други източници и не носят пряка или косвена отговорност за неточно, непълно и превратно използване на информацията, представена в доклада. Без тяхното изрично писмено съгласие съдържанието на доклада не може да бъде променяно, преработвано, приспособявано, допълвано или от него да се изработват производни материали; не може да се цитира, освен за изследователски и учебни цели - докладът не е част от публичния, а от академичния дебат. За нанесените вреди се носи съответна имуществена отговорност.



Резюме

Анексирането на Крим от Русия, тежкото противопоставяне на Москва с останалия свят и най-вече със САЩ и Европейския съюз и последвалите санкции, повдигат въпроса биха ли повлияли тези санкции и по какъв начин върху основните страни в конфликта. Имайки предвид изолацията, в която изпадна Русия, както и фактът, че споменатите санкции целят да упражнят натиск върху режима на Владимир Путин и неговото правителство за спазване на международното право и прекратяване на дестабилизацията в Украйна, възниква въпросът дали изобщо тези санкции ще окажат влияние върху Русия и какви евентуални неблагоприятни последици те биха имали върху самите налагащи ги страни.

В настоящия анализ се проследяват първоначалните последствия от възникналия конфликт в Украйна върху основните заинтересовани страни. Прави се сравнение на основните икономически и социални показатели на Русия и страните, с които тя влезе в конфликт. Икономиката на Русия зависи в огромна степен от износа на петрол и газ. Тази зависимост се отразява и в бюджета на страната, като 50% от бюджетните приходи се дължат на постъпления от данъци и такси, свързани с добива и износа на полезни изкопаеми. От тази гледна точка възниква въпросът при какво ниво на международните цени на нефта бюджетът на Русия би бил балансиран. От друга страна е важно да се отговори дали започналото масово изтегляне на капитали от страната ще продължи и какви нива ще достигне. Не е без значение и въпросът какви разходи ще са необходими на Русия за приобщаване на новите територии. В крайна сметка основният въпрос, който повдигат наложените санкции, е доколко те ще бъдат успешни и как те ще се отразят върху икономическата и политическа ситуация в Русия.



Първи последствия от конфликта в Украйна и анексирането на Крим

Още в началото следва да се уточни, че налаганите санкции върху Русия са насочени преди всичко върху хора от най-високите етажи на властта и върху личности и политици от най-близкото обкръжение на президента Путин. В своята същност налаганите санкции, поне към настоящия момент, не са насочени към определени сектори на руската икономика, като единственото изключение е забраната за внос в Русия на съвременни военни технологии от САЩ. Целта е да бъдат уязвени близки съратници на Путин, които дължат своето финансово състояние на контактите си и покровителството на Кремъл. От друга страна налаганите санкции създават напрежение върху чуждестранните инвеститори в Русия, които в нежеланието си да реализират финансови загуби, започнаха да изтеглят инвестициите си от страната.

Определени руски играчи започнаха също да прехвърлят ресурси извън Русия, страхувайки се от финансова криза и възможна обезценка на рублата. Според данните на Централната банка на Русия (ЦБР), за първото тримесечие напусналите страната капитали представляват USD 50.6 милиарда, което е увеличение от 84% спрямо същия период на миналата година.

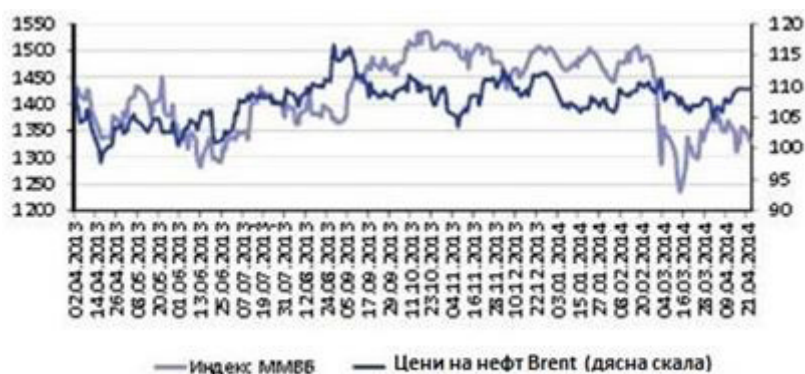
Графика 1. Изменение на курса RUR/USD през последните 6 месеца



Източник: Bloomberg

Така, санкциите започнаха вече да оказват влияние върху основните макроикономически показатели на Русия, като най-видимо това се усеща в отслабването на руската валута спрямо щатския долар и еврото. Както се вижда от графика 1, от началото на годината рублата се е обезценила с 12.5%, като процесът се ускорява значително в средата на януари с нарастване на напрежението в Украйна. Отслабването на руската валута е съпроводено и със засилените интервенции на ЦБР, чиито дневни продажби на валута в подкрепа на рублата нарастват значително и от средно USD 350 млн. достигат няколко милиарда долара на ден през март, като на 4 март е регистриран абсолютен рекорд от USD 11.2 млрд. Така, от началото на годината до края на април общата сума, изразходвана от ЦБР за интервенции на валутния пазар в подкрепа на рублата, достига USD 40 млрд.

Графика 2. Динамика на борсовия индекс ММВБ и фючърсните цени на петрол Brent



Източник: Московска стокова борса, Reuters

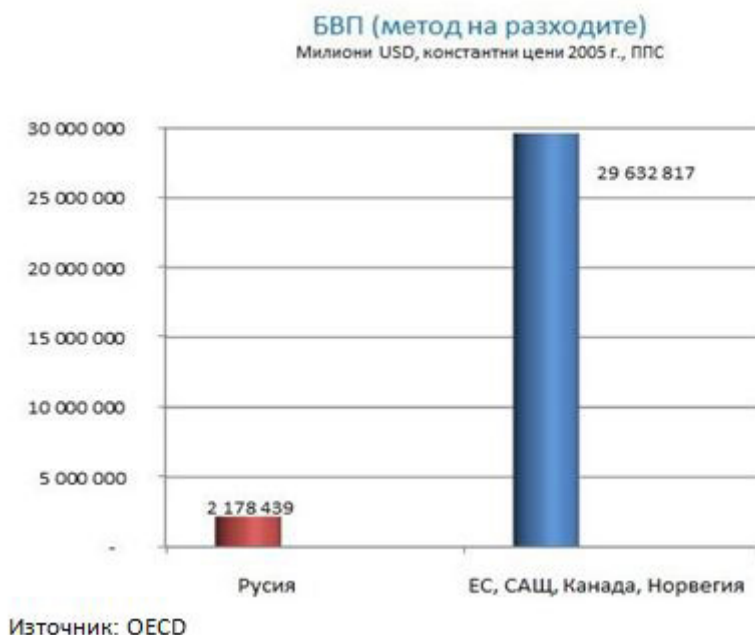
Борсовите показатели на московската стокова борса също бяха повлияни от политическите събития и от началото на годината индексът РТС отчита понижение от 12%, докато другият борсов индекс, ММВБ отбелязва спад от 13%. Трябва да се има предвид, че движението на борсовите индекси в Русия е много силно свързано с движението на цената на петрола на световните борси. Както се вижда от графика 2, през март борсовият индекс ММВБ спада драстично (до 1237.40 т.), без това да е предизвикано от адекватно понижение на цената на петрола, което отразява единствено задълбочаване на политическата криза в Украйна по време на анексирането на Крим, като движението на индекса продължава да изостава от движението на цената на петрола, въпреки възстановяването през април.



Сравнение в икономическите характеристики на основните страни в конфликта

Трябва да се има предвид, че руската икономика е несравнимо по-малка от общата икономическа мощ на държавите, с които тя влезе в конфликт. Както е видно от графика 3, основните противопоставящи се страни в конфликта имат много силно изразена диспропорция по отношение на техните икономически характеристики. Въпреки че понастоящем Русия е шестата по големина икономика в света, то нейният БВП в сравнение с този на посочената на графиката група държави (ЕС, САЩ, Канада и Норвегия) представлява дял от 7.4%.

Графика 3. Сравнение в нивата на БВП на основните страни в конфликта



Същевременно средният доход на глава от населението в Русия представлява 60% от този на сравняваните държави по метода на Паритет на покупателната способност (ППС), като трябва да се има предвид, че за Русия е характерна силна диспропорция в доходите на населението. Съгласно Global Wealth Report¹ на швейцарската инвестиционна банка Credit Suisse от 2013 г. 110 физически лица притежават 35% от общото богатство на населението в Русия, което представлява най-силно изразеното неравенство в разпределение на доходите в света, с изключение на няколко малки карибски острови. В Русия на всеки USD 11 милиарда от общото богатство на нацията има един милиардер, докато за света е характерно на всеки USD 170 милиона да има по един милиардер.

Графика 4. Сравнение в нивата на БВП на глава от населението



Източник: OECD

Сравнението на показателите, отчитащи инвестиционната активност на двете групи страни е също толкова симптоматична, като чуждестранните преки инвестиции, вложени в Русия, представляват само 4.2% от обема, вложен в останалите държави. На годишна база, потокът на преки чужди инвестиции към Русия е 7.5%, в сравнение със същия поток към сравняваните държави. По отношение на външната търговия, общата търговска активност на Русия има дял от около 4% от съответното за вноса и износа на останалите сравнявани държави.

Графика 5. Сравнение на продължителност на живота на населението



Източник: OECD

По отношение на основните социални индикатори Русия също се представя значително по-зле от останалите държави в изследваната група. Населението на Русия представлява едва 17.3% от населението на групата, като по-неблагоприятно е сравнението в състоянието на основните характеристики на това население за двете общности. В Русия средната продължителност на живота е малко по-малко от 69 години и номинално е по-къс с над 11 години в сравнение с останалите държави.

Същевременно драстична е разликата в смъртността на новородените деца. Докато

този показател за западните държави е средно около 4.2 на хиляда, за Русия смъртността на новородените е 9.8 на хиляда, или почти 2.5 пъти по-голяма.

Показател, по който Русия се представя сравнително добре, е размерът на бюджетния дефицит, който за 2013 г. е 1.3% в сравнение с 3.3% средно за Европейския съюз. Правителственият дълг е също нисък – около 14%. Същевременно огромният износ на енергийни ресурси прави възможно поддържане на излишък по текущата сметка на Русия, като през 2013 г. той е в размер на 1.6% от БВП. Въпреки това, в сравнение с 2012 г. този излишък отбелязва спад от повече от 50%.

Благодарение на сериозния износ на природни ресурси, Русия разполага също така със значителни валутни резерви, които в края на април са в размер на USD 442.8 млрд. (общият размер на международните резерви на Русия, в които влизат освен валутните резерви и монетарното злато към края на април са USD 486 млрд.), като по този показател Русия заема пето място в света. Все пак, от началото на годината те са се понижали с приблизително USD 27 млрд., като основна причина за това са споменатите интервенции на централната банка за поддържане курса на рублата.



Рискове за бюджета на Русия от понижение цената на петрола

Икономиката на Русия зависи в огромна степен от износа на петрол и газ. Русия държи 12% от световното производство на петрол. Дневният добив на нефт е 10 млн. барела, от които тя изнася 5 млн. Русия държи дял от 20% и от световното производство на газ. Понастоящем износът на нефт и газ представлява 70% от общия износ на страната, а приходите от износ само на петрол формират 50% от приходите от износ.

Същевременно добивът на полезни изкопаеми представлява 30% от БВП на Русия и на него се дължи половината от икономическия ръст в годините от 2000 г. до началото на финансовата криза. Огромното влияние на този сектор върху икономиката на Русия може да бъде оценено по сериозния спад на БВП през 2009 г., когато цената на петрола се срива от USD 147 за барел през август 2008 г. до USD 34. Този драстичен спад в цената на нефта беше основната причина за свиването на БВП на Русия с почти 8% през 2009 г. – най-големият икономически спад сред групата на G-20. От тази гледна точка е важно да бъде намерен отговор на въпроса как държавният бюджет на Русия зависи от цената на петрола на международните пазари и как изменението на тази цена се отразява на размера на бюджетния дефицит.

Таблица 1. Бюджет на Русия за 2013 г. (фактическо изпълнение) и 2014 г. (съгласно ЗБ)

Федерален бюджет на Руската федерация (милиарди рубли)		
	2013 /факт/	2014 / бюджет/
Общо приходи	13,020	13,571
От нефт и газ	6,534	6,528
С изключение на нефт и газ	6,486	7,042
Общо разходи	13,343	13,960
Баланс	-323	-390

Източник: Министерство на финансите на РФ

Както се вижда от таблица 1, приходите от нефт и газ във федералния бюджет на Русия представляват 50% (за 2014 г. – 48%) от общите бюджетни приходи. В таблица 2 приходите от нефт и газ са представени съобразно техните основни източници. Трябва да се има предвид, че основните бюджетни пера, чрез които постъпват приходите от нефт и газ са данъкът върху полезните изкопаеми и данъкът върху експорта на нефт, газ и нефтени продукти. Тези два данъка формират общо около и над 95% от общите приходи от нефт и газ. Освен тях, към приходите от нефт и газ се включват и данък печалба на компаниите, работещи в сектора за добив и преработка на нефт и газ, както и дивидентите на държавата от собствеността ѝ в посочените компании. Поради липса на детайлна разбивка на тези данъци, в случая те не са взети предвид, като е прието допускането, че всичките приходи в бюджета от нефт и газ са формирани от първите два данъка, което не влияе особено на акуратността на направените калкулации.

Таблица 2. Основни източници на приходите от нефт и газ

Приходи от нефт и газ в бюджета на РФ (млрд. рубли):	2013	Дял	2014	Дял
Данък върху полезните изкопаеми	2 515	38%	2 569	39%
Нефт	2 190	34%	2 134	33%
Газ	324	5%	435	7%
Данъци върху експорта на нефт, газ и нефтени продукти	4 020	62%	3 959	61%
Нефт	2 334	36%	2 299	35%
Газ	479	7%	472	7%
Нефтени продукти	1 207	18%	1 189	18%
ОБЩО	6 534	100%	6 528	100%

Източник: Министерство на финансите на РФ, собствени калкулации

Данъкът върху полезните изкопаеми се базира на пазарната цена на нефта и газа и в същността си е неутрален данък, т.е. загубата на бюджетни приходи ще бъде пропорционална на спада в международната цена на нефта. Това дава възможност да се получи сравнително лесно оценка на загубата от този данък при различни цени на нефта. По-значително влияние има данъкът върху експорта на нефт и газ. Той също е неутрален, но е силно прогресивен, което означава, че приходите се увеличават много по-бързо при ръст на цената на нефта, но загубите се натрупват също така бързо при спад на тази цена. По отношение на данъка върху нефтените продукти ще направим допускането, че загубата от този данък е пропорционален на спада на цената на нефта, тъй като приходът от този данък е много малък и това допускане няма да повлияе на калкулациите.

Таблица 3. Ефект от промяната на цената на нефта върху федералния бюджет (млрд. рубли)

Цена на петрола в USD за барел	80	85	90	93	95	98	99
Данък в/у полезните изкопаеми	2210	2348	2486	2569	2624	2707	2734
Данък в/у експорта	3339	3578	3822	3960	4064	4210	4258
Нефт	1910	2060	2215	2,299	2,368	2,460	2,491

Газ	406	431	457	472	482	497	502
Нефтени продукти	1023	1087	1151	1189	1214	1253	1266
Общо	5548	5926	6308	6528	6688	6917	6993
Загуба/печалба при промяна на цената на нефта	-962	-592	-222	0	148	370	444
Бюджетно салдо	-1,351	-981	-612	-390	-242	-20	54
Бюджетно салдо (% от БВП)	-1.8%	-1.3%	-0.8%	-0.5%	-0.3%	0.0%	0.1%

Източник: Собствени калкулации

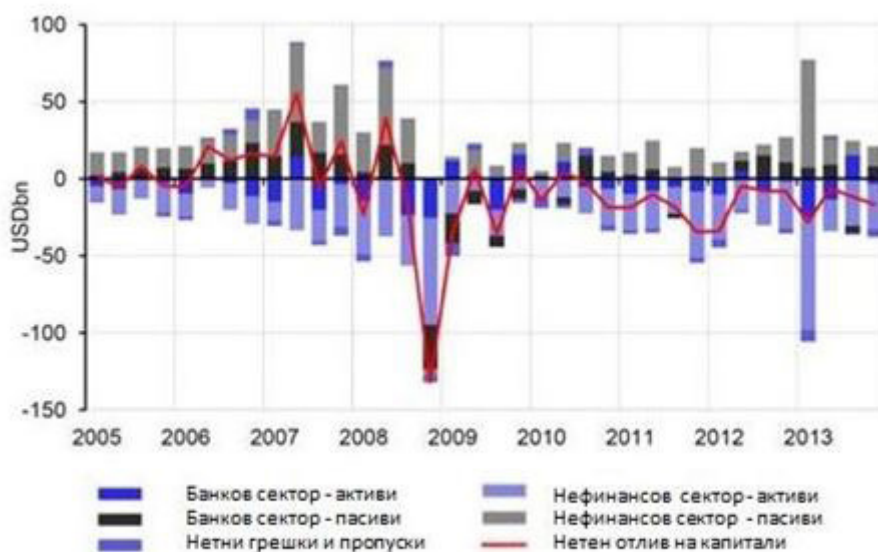
Данните от калкулациите са представени в таблица 3. Както е видно от нея, бюджетът на Русия е балансиран при цена на петрола от USD 98 – 100 за барел.



Икономически рискове в следствие на политическото напрежение и налаганите санкции

Дори и да се приеме, че цената на петрола няма да падне под USD 100 за барел за продължителен период, то рисковете пред руската икономика остават сериозни и се състоят в следното:

Графика 6. Нетен износ на частни капитали в млрд. USD, 2005 г. – 2013 г.



Източник: ЦБР

Освен цената на петрола, сериозен проблем пред руската икономика е изтеглянето на капитали от страната, включително на руските олигарси. Както беше посочено, за първите три месеца на 2014 г. капиталите, напуснали Русия, надхвърлят USD 50 милиарда и очакванията² са тази сума да достигне до USD 150–160 млрд. до края на годината. Очакването за отлив на капитали в подобен размер е напълно реалистично, имайки предвид отлива на капитали от Русия по време на интервенцията в Грузия през август 2008 г. Тогава отрицателните финансови потоци надхвърлиха USD 130 млрд. до края на годината, въпреки че част от процеса съвпадна с началото на световната финансова криза, но Русия не беше подложена на никакъв по-специален натиск от Запада.

Този отток ще има сериозно негативно влияние върху ръста на БВП, който вече беше ревизиран от МВФ до 0.2% за 2014 г. от 1.3% по-рано. При това, този ръст е калкулиран при сравнително оптимистични допускания, че политическите турбуленции ще приключат с анексирането на Крим и няма да засегнат други части на Украйна – допускане, което в случая търпи негативно развитие. От тази гледна точка спад в БВП на Русия за 2014 г. от 1% или дори 2% не трябва да се изключва.

Изтеглянето на капитали от страната ще оказва натиск върху валутния курс на рубли, а оттам и върху ръста на инфлацията. Основна цел на политиката на ЦБР е поддържане на определено инфлационно ниво, като за 2014 г. целта е инфлация от 5.5%. С цел неговото поддържане, централната банка повиши основната си лихва с 2.5 п.п. до 8%. Повишаването на лихвеното равнище ще оскъпи кредита, което допълнително ще намали пазарната активност и икономическия растеж. Освен това, удържането на инфлацията е невъзможно без задържане обезценката на рубли. Ако централната банка продължи с интервенциите си на валутния пазар, валутните й резерви ще продължат да намаляват. В зависимост от процеса на тяхното намаляване, в определен момент не е изключено ЦБР да спре да интервенира, което ще доведе до сериозна обезценка на рубли и рязко увеличаване на инфлацията. Още повече, че не целият обем от валутни резерви е свободен за интервенции. От общо USD 442.8 млрд., част от тях в размер на USD 175 млрд. (40%) са натрупани в двата основни фонда на страната – Резервен фонд (РФ) и Фонд на националното богатство (ФНБ), като първият играе ролята на буфер на бюджета, а вторият е предназначен за осигуряване на разходите за пенсии на бъдещите поколения. Според данни на независими източници, към момента правителството е насочило към Крим вноските за 2014 г., предназначени за ФНБ, в размер на 243 млрд. рубли или около USD 7 млрд.³



Рискове върху основните макроикономически показатели на Русия при задълбочаване на конфликта

Графика 7. Зависимост на регионите в Украйна от трансфери от централния бюджет



Източник: Кто кого кормит, Инвест газета, 20.01.2014 г.⁵

Ако Русия продължи с присъединяването на територии от Украйна, то бюджетните разходи, които ще се наложи да поеме по отношение обезпечаване финансовото състояние на новоприсъединените територии, ще увеличат натиска върху нейния бюджет. Трябва да се има предвид, че новите две области от Украйна, които претендират да се присъединят към Русия – Донецка и Луганска, както се вижда от горната графика, са едни от областите – най-тежко зависими от бюджетни трансфери от Киев. Тяхното присъединяване към Русия, съгласно различни оценки,⁵ ще увеличи бюджетните разходи на Москва с между USD 60 млрд. и USD 80 млрд. Това представлява между 3% и 4% от руския БВП и същевременно 15 – 20% от руския бюджет, който и без това е планиран с дефицит от 0.5% за 2014 г. Ако експанзията продължи с още територии, то бюджетните разходи лесно ще надхвърлят между USD 120 млрд. и USD 160 млрд., което отива отвъд границите на здравословния бюджетен дефицит и ще достигнат 5.5 – 7.5% от руския БВП или 30 до 40% от планираните бюджетни приходи.

От тази гледна точка не е за подценяване хипотезата, че Путин проявява колебание в признаването на резултатите от референдумите в Донецк и Луганск, именно поради страха за непосилните разходи, които ще се наложи да направи правителството. От друга страна, внимание заслужава и хипотезата, че приобщаването на двете области няма да е толкова бързо и автоматично, както това стана с Крим, което пък от своя страна ще породи проблеми в бъдеще.



Ефективност на санкциите и контрасанкциите

Основният въпрос, който стои обаче е дали наложените санкции от западните партньори ще имат ефект и същевременно дали обявените от Русия контрасанкции ще постигнат очаквания резултат. Отговорът на този въпрос в голяма степен зависи от вида на налаганите санкции. Ако те се ограничат до списък с хора, на които им е наложена забрана да пътуват или да имат достъп до финансовите си авоари на Запад, ефектът ще бъде един. Ако обаче западните държави наложат санкции върху определени икономически сектори в Русия, резултатите могат да бъдат и по-сериозни. Трябва да се има предвид, че зависимостта на Русия от ЕС е значително по-голяма по отношение на търговските потоци. Приходите от търговия на Русия с ЕС представлява 22% от нейния БВП, докато приходите за ЕС от търговските си взаимоотношения с Русия представляват само 3% от БВП на съюза. От друга страна делът на Русия във външната търговия на ЕС представлява дял от 10%.

Графика 8. Очаквана вероятност от успех на санкциите



В свое изследване⁶ от април 2014 г. професорът по международна икономика и макроикономика в университета „Еразъм“ Peter van Bergeijk прогнозира, че санкциите, наложени съвместно от САЩ и ЕС, ще постигнат успех от между 47% и 52%, като техният ефект ще се усети най-вече през втората година от тяхното налагане. Същевременно контрасанкциите на Русия ще постигнат успех в около 39%, което е и една от причините за колебливостта на западните партньори.



Дългосрочни последици от конфликта

Все пак трябва да се отбележи, че Западът е длъжен да предприеме действия, предизвикани от поведението на Русия, с цел запазване на правите основи, върху които е изграден съвременният свят. От тази гледна точка, ескалация на санкциите са очаквани, като най-вероятно те ще засегнат основно финансовата система на Русия. Спирането на обслужването на кредитни карти от страна на Visa и MasterCard за някои банки в Русия, близки до Кремъл, вече принуди Москва да започне разработката на собствена платформа за кредитни карти.

Това, което предстои обаче, е свързано с влизането в сила от 1 юли изискване на закона FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act) в САЩ, чиято цел е да прекрати избягване плащането на данъци от американски граждани и фирми.⁷ Според този закон, американските банки ще трябва да удържат 30% данък върху определени плащания към чужбина, касаещи основно дивиденди и доходи от лихви, ако страните, към които е насочено плащането, нямат подписано споразумение със САЩ за разкриване на информация. Това изключително ще затрудни търговските отношения с Русия, но ще засегне основно и управлението на валутните резерви на страната, в които делът на долара е около 50%, като ЦБР държи тези авоари основно в дългови ценни книжа на правителството на САЩ. Освен това, всички разплащания в търговията с петрол се извършват в долари, а това означава, че те ще се оскъпят, ако не се постигне споразумение между Москва и Вашингтон, което понастоящем изглежда невъзможно. Трябва да се има предвид, че през 2017 г. изискванията на закона се разширяват, в случай че няма постигнато споразумение, като данъкът ще се удържа върху brutните изходящи парични потоци, а не само върху лихвите и дивидентите. Така всъщност не самите санкции, освен ако те не бъдат разширени, а самият политически натиск и изолираността в международен план, в който изпадна режимът

на Путин, ще доведат до неблагоприятен натиск върху икономиката на Русия. Резултатите от подобна конфронтация трябва да се очакват в по-дългосрочен план, когато и зависимостта на Запада от руските природни ресурси ще бъде сведена до минимум.

Същевременно е малко вероятно руската икономика да се реструктурира по такъв начин, че добивът на полезни изкопаеми да престане да бъде основен източник на растеж. За съжаление моделът на икономическо развитие, изграден в Русия, е базиран на олигархични взаимоотношения между властта и икономическия елит. Олигарсите контролират огромни икономически конгломерати, които са вертикално интегрирани, което пък от своя страна не дава възможност за развитие на конкуренцията. Де факто делът на малките и средни предприятия (СМЕ) в БВП на Русия се оценява на около 20 – 25%,⁸ което е не само по-ниско от техния дял в развитите държави, но е и несравнимо по-малък спрямо другите развиващи се страни. Нещо повече, 90% от дейността на тези фирми е концентрирана в 4 основни сектора: търговия (57%), производство (11.5%), строителство (11%) и имоти (9.7%). При тази структура на икономиката и характеристика на политическото си управление, Русия много трудно ще успее да развие иновативни предприятия, които да се конкурират на световния пазар. Така, в дългосрочен план икономическите санкции, предприети от западните партньори, дори и първоначално не толкова ефективни, без съмнение ще окажат влияние върху икономическото развитие на Русия, което от своя страна ще има и своите политически последици.



Заклучение

Конфликтът в Украйна не е просто поредният, разгорял се на международната арена. Той ще продължи да се развива във времето и ще има дългосрочни последици за страните в него. В настоящия момент Русия изпадна в сериозна международна изолация и среща отпор от западните държави, основно в лицето на САЩ и ЕС. В случай, че позициите между основните конфронтирани страни остане непроменена, последициите от тази конфронтация ще имат дългосрочен ефект върху търговските отношения между страните в него, като негативни последици ще понесе основно икономиката на Русия, респективно режимът на Владимир Путин, въпреки че определено отрицателно влияние ще бъде усетено и от страните от ЕС. Все пак икономическата мощ на западните държави им дава предимство при този геополитически сблъсък. Доколко правителството в Москва отчита бъдещото неблагоприятно развитие на ситуацията и дали е склонно да направи компромис в заеманата позиция, ще се разбере в следващите месеци. При всички случаи, в икономически план Русия не е подготвена да издържи дълго в подобна ситуация.

Напротив, в случай на втвърдяване на позициите, вероятността Русия да изпадне първоначално в сериозна икономическа, а впоследствие и в политическа криза, ще нараства с течение на времето. Изходът от нея има много повече политически, отколкото икономически решения. Това, което направи настоящата криза, е, че тя разклати много сериозно международната позиция на Русия и разкри нейната уязвимост по отношение на политическия и икономическия модел, който тя е възприела. Ясно се вижда, че този модел е неустойчив в дългосрочен план и рано или късно тази система ще претърпи катаклизъм. От какъв калибър обаче ще бъде той и в каква посока ще се развие, бъдещето ще покаже.

БЕЛЕЖКИ

¹ <https://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/?fileID=B-CDB1364-A105-0560-1332EC9100FF5C83>

² Кудрин: решение о присоединении Крыма может стоить РФ сотни миллиардов долларов, но цена не критична, Интерфакс, 27.03.2014 г., <http://www.interfax.ru/russia/367828>

³ Пенсии — на Крым?, Каспаров.ru, <http://www.kasparov.ru/material.php?id=53340984A1D45> .

⁴ <http://www.investgazeta.net/ekonomika/zona-proedaniya-164683>

⁵ Putin's promises to Eastern Ukraine could bankrupt Russia, Forbes, 01.05.2014, <http://www.forbes.com/sites/paulroderickgregory/2014/05/01/putins-promises-to-eastern-ukraine-could-bankrupt-russia/>

⁶ Russia's tit for tat, VOX, <http://www.voxeu.org/article/russia-s-tit-tat>

⁷ The US Will Unleash The IRS On Russian Banks In July, Business Insider, 5.05.2014 г., www.businessinsider.com/the-us-will-unleash-the-irs-on-russian-banks-in-july-2014-5#ixz-z31aKUD1ae

⁸ SME in Russia, EIB, November 2013, http://www.eib.org/attachments/efs/econ_study_small_and_medium_entrepreneurship_in_russia_en.pdf