

Федеральное государственное бюджетное учреждение науки
Институт экономики Российской академии наук

**Воздействие внешних факторов на распространение кри-
зиса 2014-2016 гг. в российской экономике**

Москва – 2017

Воздействие внешних факторов на распространение кризиса 2014-2016 гг. в российской экономике / Головнин М.Ю., Ушкалова Д.И., Архипова В.В., Квашнина И.А., Косикова Л.С., Никитина С.А., Оболенский В.П., Оганесян Г.Р., Шуйский В.П. / Под ред. чл.-корр. РАН, д.э.н. М.Ю. Головнина, к.э.н. Д.И. Ушкаловой. – М.: Федеральное государственное бюджетное учреждение науки Институт экономики РАН. 2017. – 83 с.

В докладе анализируется влияние внешних шоков на развитие кризисных тенденций в российской экономике в 2014-2016 гг. Особое внимание уделяется таким факторам, как падение цен на нефть, экономические санкции в отношении России, ухудшение политических и экономических отношений с Украиной, замедление китайской экономики. Дается оценка воздействия различных факторов на динамику валютного курса рубля. Рассматриваются меры экономической политики с точки зрения их адекватности задачам антикризисного регулирования в рассматриваемый период.

Работа представляет интерес для экономистов – научных работников, сотрудников Министерства экономического развития Российской Федерации, Министерства финансов Российской Федерации, Министерства промышленности и торговли Российской Федерации, Центрального банка Российской Федерации, преподавателей, аспирантов, студентов высших учебных заведений и тех, кто интересуется проблемами мировой и российской экономики.

Ключевые слова: внешние шоки, экономика России, экономический кризис, цены на нефть, экономические санкции, внешняя торговля, международное движение капиталов, валютный курс.

Коды JEL: F14, F21, F41.

© Коллектив авторов

© Институт экономики Российской академии наук

Оглавление

Введение	4
I. Общая характеристика кризиса 2014-2016 гг.....	6
II. Основные внешние шоки для российской экономики в 2014-2017 гг.....	12
III. Падение цен на нефть и изменение условий торговли.....	29
IV. Влияние экономических санкций.....	36
V. Ухудшение политических и экономических отношений с Украиной.....	48
VI. Влияние изменений в китайской экономике	55
VII. Воздействие внешних шоков на валютный курс	60
VIII. Меры экономической политики, направленные на преодоление внешних шоков	68
Заключение	76
Список литературы	79
Приложение.....	80

Введение

В течение последнего десятилетия российская экономика прошла через два кризиса, оказавших существенное воздействие на ее динамику в среднесрочном периоде. В 2008-2009 гг. она испытала воздействие мирового экономического и финансового кризиса, а в 2014-2016 гг. – серии внешних шоков на фоне ухудшения внутренних макроэкономических показателей. Если во время кризиса 2008-2009 гг. внешние шоки в основном носили глобальный характер, то в 2014-2016 гг. можно выделить как общие для многих стран шоки (связанные, например, с падением цен на нефть, замедлением китайской экономики), так и специфические для России (экономические санкции со стороны развитых стран, ухудшение политических и экономических отношений с Украиной).

В силу различного характера внешних шоков, действовавших на рассматриваемом интервале, вызывает интерес более детальный анализ направления и характера влияния каждого из этих шоков во время экономического кризиса 2014-2016 гг.

Структура доклада построена следующим образом: сначала дается общая характеристика кризиса 2014-2016 гг., затем – описание основных внешних шоков, с которыми столкнулась экономика России на рассматриваемом интервале, далее следует детальный анализ влияния каждого из этих шоков в рамках отдельных разделов, выделяется влияние внешних шоков на валютный курс и меры экономической политики, использовавшиеся для смягчения их воздействия.

Данный доклад является продолжением серии исследований коллектива авторов Института экономики Российской академии наук, посвященных воздействию внешних факторов на экономику России, в том числе Последствия европейского долгового кризиса для экономики России. Под ред. д.э.н.

М.Ю. Головнина. М.: Институт экономики РАН, 2013; Влияние экономической динамики стран-соседей России на российскую экономику. Под ред. д.э.н. М.Ю. Головнина. М.: Институт экономики Российской академии наук, 2014.

Доклад подготовлен по теме государственного задания «Каналы воздействия трансграничных факторов на экономику России» в рамках пункта 167. Исследование динамики соотношения глобального и национального в социально-экономическом развитии и оптимизация участия России в процессах региональной и глобальной интеграции Программы ФНИ государственных академий наук на 2013-2020 годы сотрудниками Центра исследований международной макроэкономики и внешнеэкономических связей Института экономики Российской академии наук под редакцией чл.-корр. РАН, д.э.н. М.Ю. Головнина и к.э.н. Д.И. Ушкаловой.

Авторы доклада: главный научный сотрудник, первый заместитель директора ИЭ РАН чл.-корр. РАН, д.э.н. М.Ю. Головнин; ведущий научный сотрудник, зав. Центром исследований международной макроэкономики и внешнеэкономических связей ИЭ РАН, к.э.н. Д.И. Ушкалова; главный научный сотрудник, д.э.н. В.П. Оболенский; ведущий научный сотрудник, к.г.н. Л.С. Косикова; ведущий научный сотрудник, к.э.н. В.П. Шуйский; ведущий научный сотрудник, к.э.н. И.А. Квашнина; старший научный сотрудник, к.э.н. В.В. Архипова; младший научный сотрудник Г.Р. Оганесян; младший научный сотрудник С.А. Никитина.

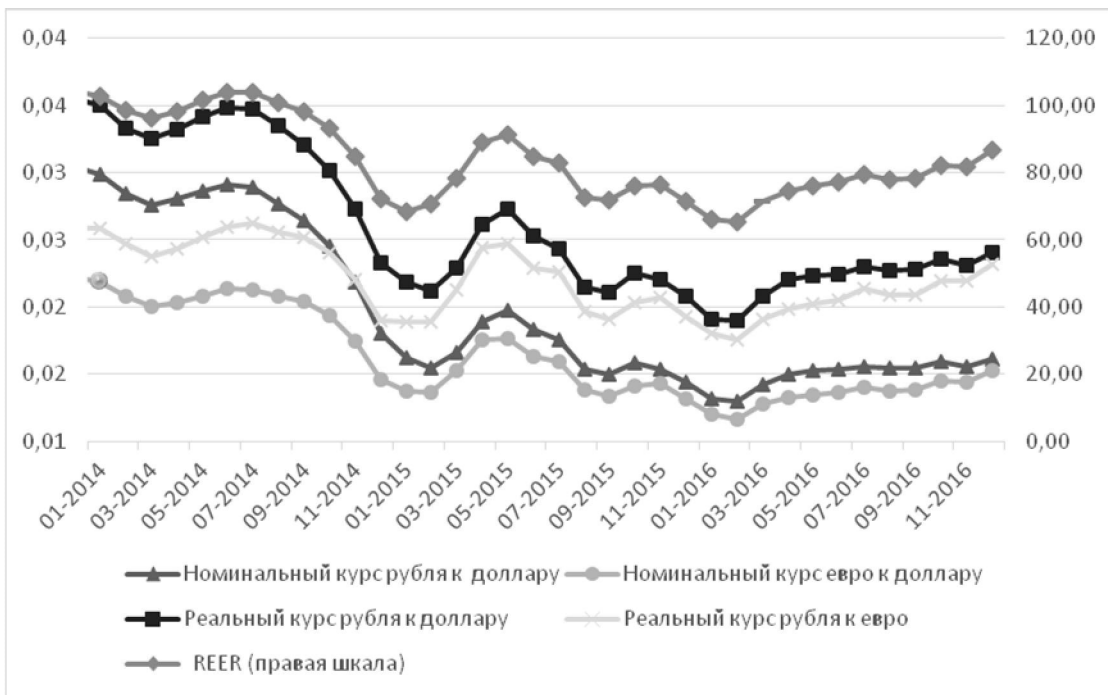
I. Общая характеристика кризиса 2014-2016 гг.

В 2014-2016 гг. российская экономика столкнулась с очередным в своей истории экономическим кризисом. Как и кризис 2008-2009 гг., он сопровождался воздействием на национальную экономику значительных внешних шоков. Тем не менее, наблюдались и существенные отличия. Если в кризис 2008-2009 гг. экономика России вошла на пике экономического роста, то к 2014 г. наблюдалось существенное замедление темпов прироста реального ВВП (до 1,3% в 2013 г.) главным образом под воздействием снизившейся инвестиционной активности.

Одним из первых индикаторов кризисных явлений в экономике России стал валютный курс, первый этап снижения которого произошел уже в начале 2014 г. под воздействием последствий сворачивания политики «количественного смягчения» в США, политических потрясений на Украине и вхождения Крыма в состав России (см. Рисунки 1 и 2). Затем последовало обвальное падение валютного курса в конце 2014 г. и вторая волна его снижения (после некоторого восстановления весной 2015 г.), продолжавшаяся до начала 2016 г. Укрепление рубля в 2016 г. происходило на фоне кризиса и отсутствия явной позитивной динамики основных макроэкономических показателей (см. ниже).

Рисунок 1

**Динамика различных показателей валютного курса рубля
в 2014-2016 гг.**

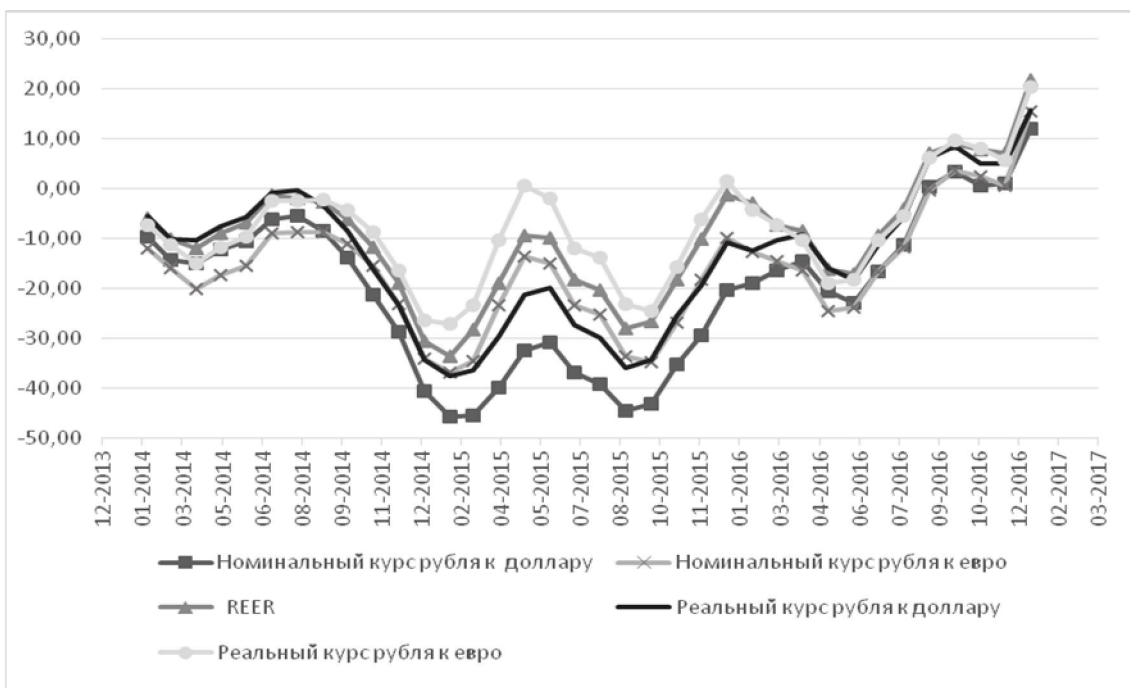


Примечание: REER – реальный эффективный валютный курс рубля.

Источник: рассчитано на основе данных Банка России (http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=Par_57946#CheckedItem)

Рисунок 2

Темпы прироста различных показателей валютного курса рубля (в % по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года)

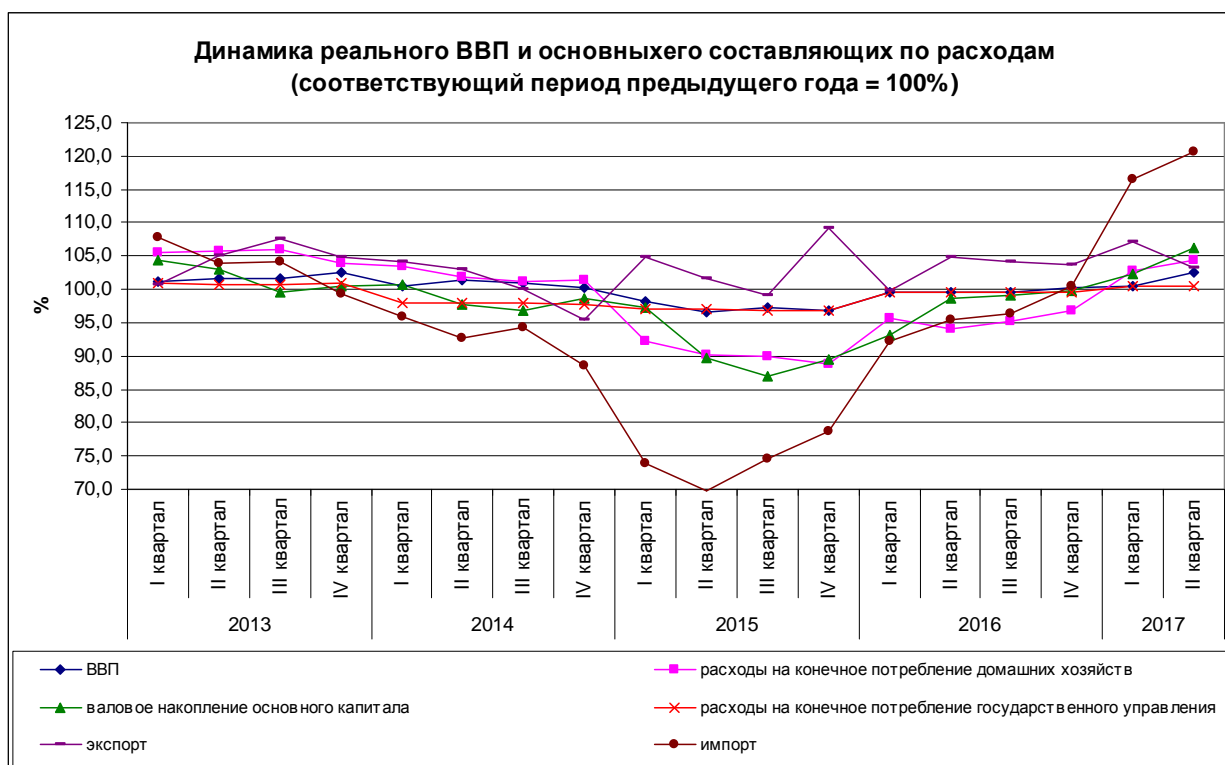


Источник: рассчитано на основе данных Банка России
(http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=Par_57946#CheckedItem)

Важным негативным фактором экономического развития в 2014-2015 гг. стало ускорение темпа инфляции. Если в начале 2014 г. годовой темп инфляции составлял 6,1%, то уже в начале 2015 г. он превысил 15%-ную отметку, достигнув пика в 16,9% в марте 2015 г. Существенное снижение темпа инфляции началось лишь в конце 2015 г., а на протяжении 2016-2017 гг. дезинфляционные процессы привели к достижению рекордного показателя годового темпа инфляции в 2,5% в ноябре 2017 г.¹

Распространение кризиса в 2014 г. на реальный сектор началось со снижения инвестиционной активности уже во втором квартале, а в последнем квартале года началось сокращение экспорта. Резкий спад конечного потребления домашних хозяйств наблюдался в первом квартале 2015 г., а вслед за ним с лагом в один квартал произошло резкое падение инвестиций в основной капитал. Во время острой фазы кризиса для реальной экономики (2015-2016 гг.) основное негативное воздействие на динамику ВВП оказывали инвестиции и конечное потребление домашних хозяйств, тогда как динамика чистого экспорта в реальном выражении (за счет резкого сокращения импорта) скорее поддерживала динамику реального ВВП. Экономический рост возобновился в 2017 г. главным образом за счет роста валового накопления основного капитала и конечного потребления домашних хозяйств, тогда как темпы роста импорта в реальном выражении существенно превысили темпы роста экспорта (см. Рисунок 3).

¹ Инфляция на потребительском рынке. 2017. №11. Банк России, 2017. С. 3.

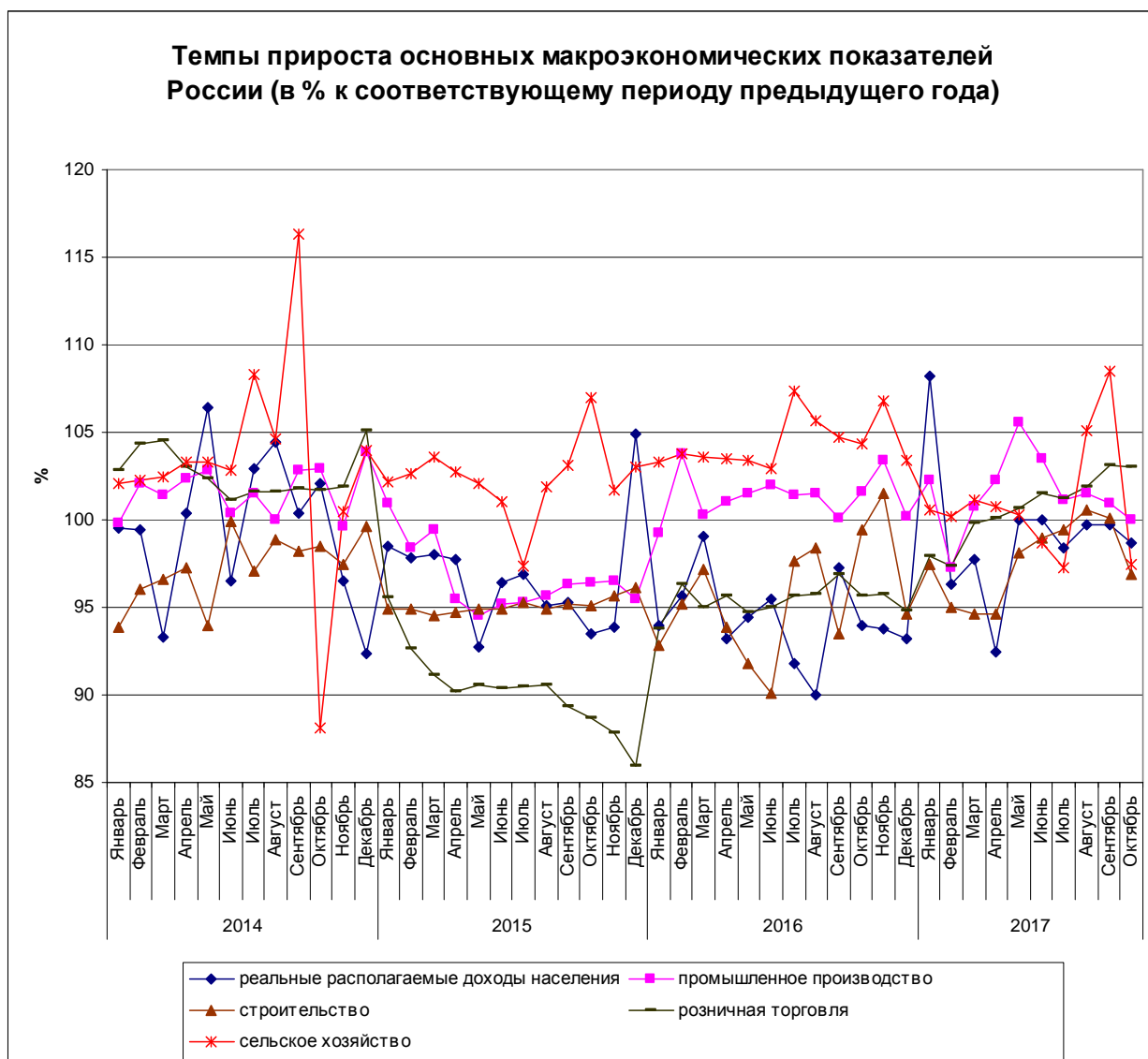


Источник: Росстат

(http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/).

Особенностью кризиса 2014-2016 гг. по сравнению с кризисом 2008-2009 гг. стал его более затяжной характер. Падение экономики в 2009 г. было более глубоким, чем в 2015-2016 гг., однако и восстановление после кризиса было более быстрым. В результате за период 2008-2010 гг. реальный ВВП вырос на 1,4%, тогда как за 2014-2016 гг. он упал на 2,4%. При этом заметим, что в 2017 г. прогнозируется прирост реального ВВП всего на 1,8%.

По формальным признакам (возобновление роста реального ВВП) кризис можно считать завершенным, однако, динамика некоторых макроэкономических показателей свидетельствует о сохранении неблагоприятных тенденций (см. Рисунок 4).



Источник: Росстат

(http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1140087276688).

Основные опасения с точки зрения устойчивого экономического роста вызывает слабая основа внутреннего спроса, задаваемая в том числе динамикой реальных доходов населения, которая на большей части 2017 г. находилась в отрицательной области (несмотря на возобновившийся рост реальной заработной платы). Еще одним негативным сигналом является наметившееся осенью 2017 г. замедление промышленного производства (в октябре 2017 г.

оно оставалось на том же уровне, что и годом ранее). Не произошло возобновления роста и в строительстве.

Таким образом, пока можно говорить о неустойчивом восстановлении российской экономики после кризиса 2014-2016 гг., причем докризисный уровень по многим макроэкономическим показателям еще не достигнут.

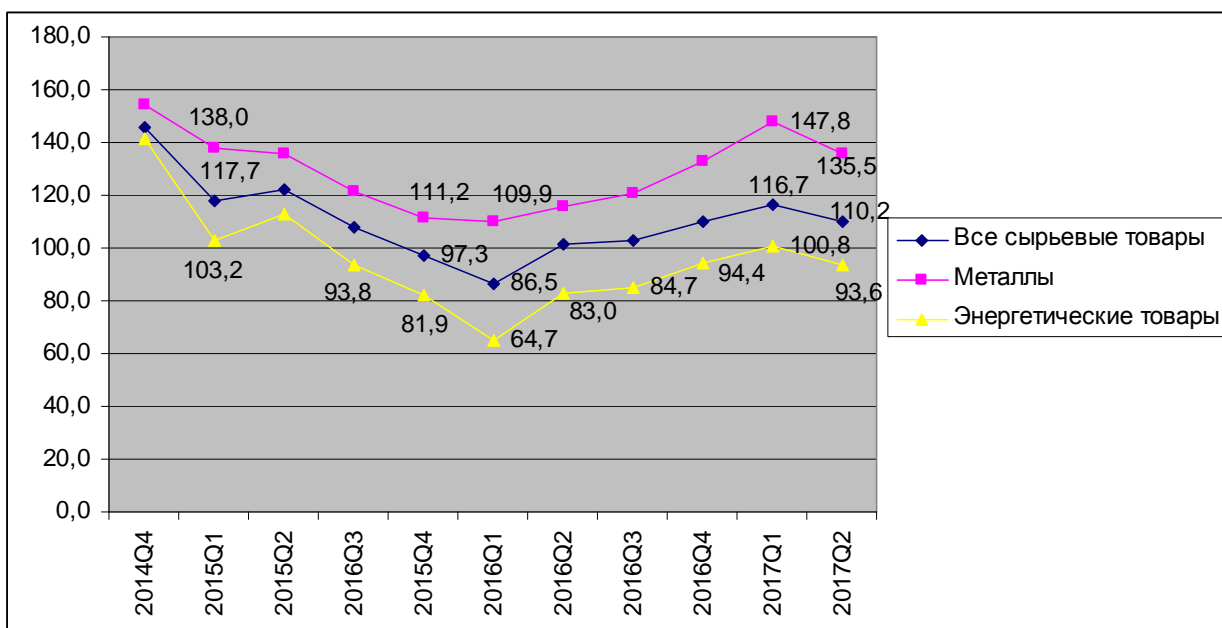
II. Основные внешние шоки для российской экономики в 2014-2017 гг.

Общепризнанно, что на российскую экономику во время кризиса 2014-2016 гг., особенно на начальном его этапе повлияла серия негативных внешних шоков, среди которых наиболее мощными по степени воздействия были падение цен на нефть и экономические санкции со стороны развитых стран. В данном разделе мы охарактеризуем внешние шоки, с которыми столкнулась российская экономика в рассматриваемом периоде, а в последующих - проанализируем их воздействие на экономическое развитие России по различным направлениям.

1. Падение цен на нефть и изменение условий торговли

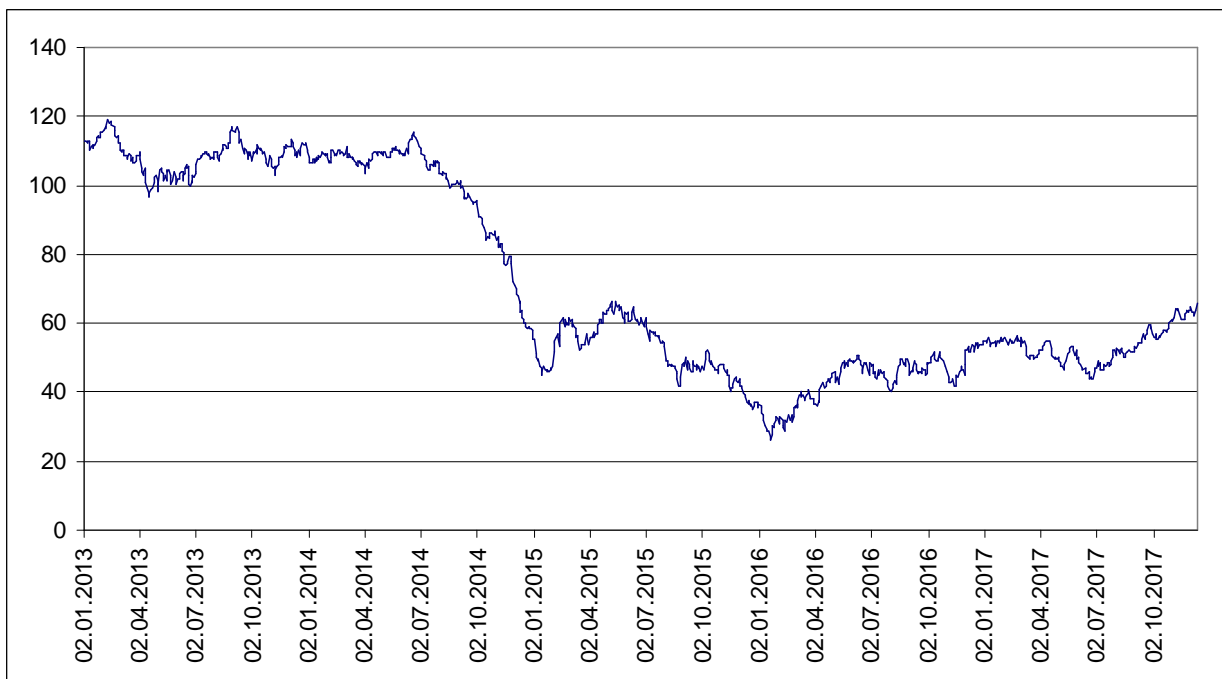
Ключевым внешним шоком для экономики России в 2014-2017 гг. явилось снижение цен на мировых товарных рынках, достигших «дна» в I квартале 2016 г. (см. Рисунок 5). Падение цен на нефть было обусловлено со стороны спроса замедлением роста китайской экономики, а со стороны предложения – ростом поставок американских производителей сланцевой нефти. Кроме того, сыграло свое роль снижение конфликтности в регионе Ближнего Востока и Северной Африки, сдерживавшей поставки нефти из этого региона в предшествующий период. Кроме того, предшествующие высокие цены на нефть неоднократно объяснялись в терминах «финансового пузыря» (принимая во внимание важную роль производных инструментов на этом рынке), который рано или поздно должен был «лопнуть». В результате котировки на нефть марки Brent на Лондонской бирже упали со 107,9 долл. за баррель 2 января 2014 г. до 26 долл. 20 января 2016 г. (на 76%) (см. Рисунок 6)

Индексы цен на сырьевые товары в 2014-2017 гг. (2005=100%)



Источник: World Economic Outlook (<http://www.imf.org/external/np/res/commod/Table1a.pdf>).

**Динамика цен на нефть марки Brent в 2013-2017 гг.
(долл. за баррель)**



Источник: Europe Brent Spot Price FOB (Dollars per Barrel) (Thomson Reuters)

(<http://tonto.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RBRTE&f=D>).

В условиях понижительной конъюнктуры на мировых товарных рынках в 2014-2016 гг. средние экспортные и импортные цены в контрактах российских участников внешнеэкономической деятельности практически по всем товарным группам, учитываемым таможенной статистикой, неуклонно снижались (см. Таблицу 1). При этом экспортные цены по темпам падения опережали цены импортные, в результате чего коэффициент «условий торговли», превышавший 1,2 в 2010-2011 гг., упал до 0,77 в 2015 г. и лишь незначительно поднялся в 2016 г. (0,82)².

Таблица 1

Изменение средних контрактных цен экспорта и импорта по отдельным товарным группам, % к предыдущему году

	Экспорт					Импорт				
	2014	2015	2016	1 кв.2017	2 кв.2017	2014	2015	2016	1 кв.2017	2 кв.2017
Экспорт/импорт в целом	94,2	64,5	79,4	117,5	117,6	98,1	84,3	97,4	101,6	104,7
Продовольствие и сельскохозяйственное сырье, кроме текстильного	90,4	90,5	91,6	108,9	102,6	99,7	79,3	97,3	103,8	103,5
Минеральные продукты	94,5	57,9	75,5	125,6	122,7	93,8	68,4	95	111,6	127,6
Продукция химической промышленности, каучук	90,4	82	76,9	109,2	114,6	94,8	81,9	97,9	105,8	107,3
Кожевенное сырье, пушнина и изделия из них	97,9	65,2	96,5	122,3	114,2	93,9	88,5	119,4	91,5	100,9
Древесина и целлюлозно-бумажные изделия	96,8	77	91,5	102,3	107,5	101,3	81,7	100	99,6	98,1
Текстиль и текстильные изделия, обувь	94,8	78	96	90,5	101,4	99,7	89,4	100,8	92	96,2

² Коэффициент «условий торговли» – соотношение индексов средних экспортных и импортных цен для конкретной страны. Если величина такого соотношения больше единицы, то эти условия благоприятны, меньше единицы – неблагоприятны.

Металлы и изделия из них	98,4	79,1	85,1	119,4	120,9	97,4	85,5	95,6	105,1	104,7
Машины, оборудование и транспортные средства	88,7	88,4	85,5	89,1	106,4	99	88,5	96,3	100,1	105,2
Другие товары	90,7	46,8	91	89,3	102,4	95,2	88,5	105	99,4	100,7

Источник: Таблицы «Индексы товарной структуры внешней торговли Российской Федерации». Таможенная статистика внешней торговли Российской Федерации 2014-2016 гг. База ТСВТ. – Официальный сайт Федеральной таможенной службы РФ (www.customs.ru).

По сравнению с 2013 г. цены на вывозимые минеральные продукты снизились в 2016 г. почти на 59%, продукцию химической промышленности и каучук – 43, металлы и изделия из них – 34, машины, оборудование и транспортные средства – 33, по экспорту в целом – на 52%. Импортные цены в целом упали почти на 20%, в том числе на продовольствие и сельхозсырье, а также химическую продукцию – примерно на четверть.

Цикл падения нефтяных цен завершился в I квартале 2016 г., после чего наблюдалось постепенное повышение цены нефти марки Brent до 65 долл. за баррель в середине декабря 2017 г. Важнейшим фактором повышения нефтяных цен явилась сделка по сокращению добычи нефти на 1,8 млн. барр. в сутки (к уровню октября 2016 г.), заключенная в конце 2016 г. 24 странами, контролирующими 60% нефтедобычи (члены ОПЕК и не входящие в картель страны, включая Россию). В соответствии с условиями сделки, Россия обязалась сократить добычу на 300 тыс. барр. в сутки. В результате реализации соглашения к маю 2017 г. все его участники достигли запланированных показателей снижения объемов добычи и договорились о продлении сделки до марта 2018 г., а в конце ноября 2017 г. было объявлено о пролонгации соглашения об ограничении добычи нефти до конца 2018 г.³

Во многом под воздействием соглашения об ограничении добычи, направленном на балансировку рынка нефти, цена на марку Brent возросла за 2017 г. почти на 20%, превысив при этом уровень I кв. 2016 г. примерно на

³ <https://www.gazeta.ru/business/2017/11/30/11021846.shtml>.

60%. Во II кв. 2017 г. в годовом исчислении средние экспортные цены на российскую сырую нефть возросли на 22%, на природный газ – на 18,7%⁴.

По мере повышения цен на основные экспортируемые товары в 2017 г. началось и некоторое улучшение условий торговли для России. Так, по итогам II квартала 2017 г. в сравнении с аналогичным периодом предыдущего года темы роста средних контрактных цен экспорта превысили аналогичный показатель для импорта (см. Таблицу 1)

Следует, однако, отметить, что восстановление мировых товарных рынков осуществляется сравнительно медленно. В настоящее время большинство экспертов ожидает, что в краткосрочной перспективе цена барреля нефти будет находиться в диапазоне 55-65 долларов. Прогнозы в отношении роста цен на сырьевых рынках остаются весьма сдержанными. Так, по прогнозу МВФ, цены на нефть и российских газ в 2018 г. должны быть несколько ниже уровня III квартала 2017 г.⁵ (см. Таблицу 2).

Таблица 2

**Фактические и прогнозные цены на нефть
и российский природный газ**

Показатель	Единица измерения	Фактические данные						Прогноз					
		2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4
Спотовая цена на нефть*	долл. за баррель	32,8	44,8	44,7	49,1	53,0	49,4	46,6	47,1	47,8	48,4	48,9	49,3
Цена на российский газ в Германии	долл. за млн. БТУ**	4,7	4,0	4,2	4,6	5,8	5,0	4,9	5,2	5,4	5,1	5,0	5,5

Примечания:

* усредненная спотовая цена на нефть марок Brent, Dubai and West Texas Intermediate в Великобритании.

**1 млн. БТУ = 2.8021135208008E-8 Gm3.

⁴ Расчеты на основании данных Банка России (<http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs>).

⁵ IMF Data projections actual prices through 07/13/17 (<http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx>).

Источник: IMF Data projections actual prices through 07/13/17 (<http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx>).

2. Экономические санкции.

Одним из наиболее комплексных по своему охвату и сложных для количественной оценки является такой внешний фактор воздействия на отечественную экономику, как текущий международный санкционный режим в отношении России, установленный в 2014 г. и неоднократно продлеваемый и дополняемый новыми мерами вплоть до настоящего времени.

Санкционный режим является коллективным, объединяя множество международных организаций (ОЭСР, ПАСЕ и т.п.) и стран-санкционеров (основные – США, ЕС), и определяется как конкретизированный или целевой, поскольку имеет множественную точечную направленность, включая ограничения персонифицированные (для физических и юридических лиц запреты на поездки и «заморозка» активов с марта 2014 г.), категориальные и секторальные или отраслевые (ограничения на доступ к глобальным финансовым ресурсам, на торговлю товарами, услугами и участие в проектах в конкретных сферах финансового и реального секторов экономики (таких как нефтегазовая энергетика, ВПК) с июля 2014 г.), региональные (торговые и инвестиционные санкции против Крыма с июня 2014 г.)

Текущий санкционный режим сочетает разнонаправленные меры, т.е. прямые западные санкции, производные санкции для третьих стран. При этом он включает дипломатические, финансово-экономические санкции и ограничения в области искусства, культуры и спорта. Таким образом, Россия столкнулась с беспрецедентным по характеру и существенным по масштабам внешним фактором, механизмы которого прошли длительный путь эволюции⁶. Отдельно следует отметить ответные российские контрсанкции (с марта 2014 г. закрытые персонифицированные «черные» списки и с августа 2014

⁶ Подробнее см.: Архипова В.В., Комолов О.О. Развитие международных санкционных режимов: исторический аспект // Российский внешнеэкономический вестник. 2016. №3. С. 53–69; Костиков И.В., Архипова В.В., Комолов О.О. Влияние санкций на внешнее финансирование российской экономики / Под ред. д.э.н. И.В. Костилова. М.: Институт экономики РАН, 2015.

г. импортные барьеры на продукцию агропромышленного комплекса стран-санкционеров), оказывающие весьма существенное воздействие на торгово-экономическое взаимодействие России как со странами, поддержавшими антироссийские санкции, так и с третьими странами (см. Таблицу 3).

Таблица 3

Эволюция текущего санкционного режима в отношении России

Временной период		Санкции	Контрсанкции
Годы	Месяцы		
2014	Март	Дипломатические (приостановление переговоров о партнерстве ЕС и РФ) Точечные персонализированные («заморозка» активов и ограничения на поездки физических и юридических лиц открытого «черного» списка)	Точечные персонализированные (ограничения на поездки чиновников и политиков закрытого «черного» списка)
	Апрель	Дипломатические (приостановление взаимодействия с НАТО и прав голоса в ПАСЕ)	
	Июнь	Импортные ограничения по Крыму	
	Июль	Целевые экономические (секторальные): - финансовые (ограничение на доступ к рынкам капитала, займы ограничены 90 днями для 5 основных российских банков); - эмбарго для продукции ВПК и ограничение на торговлю товарами двойного назначения; - ограничения на сотрудничество в области энергетики (в т.ч. экспорт инновационных технологий добычи). Региональные (частичные экспортные и инвестиционные ограничения по Крыму)	
	Август		Запрет импорта продукции сельского хозяйства (отдельных видов фруктов, овощей, мяса, рыбы и морепродуктов, молочных продуктов)
	Сентябрь	Расширение целевых экономических санкций: расширение финансовых санкций на ряд компаний нефтяной сферы и ВПК, ограничение на экспорт услуг в области бурения и тестирования и т.п.)	
	Декабрь	Полный инвестиционный запрет по Крыму	
2015	Март	ЕС связывает санкционный режим с выполнением Минских соглашений; Полугодовое продление и корректировка индивидуальных санкций	
	Май		Открытие «черного» списка индивидуальных санкций
	Июнь	Продление крымских санкций на 1 год и целевых экономических санкций на 6 месяцев	Продление импортного запрета на 1 год
	Август		Уничтожение санкционных продуктов на границе
	Сентябрь	Продление и корректировка индивидуальных санкций на 6 месяцев	
	Декабрь	Продление экономических санкций на 6 месяцев	
	Январь		Таможенные пошлины и продовольственное эмбарго в отношении Украины
	Март	Продление и правка индивидуальных санкций	

2016	Июнь	Продление санкций против Крыма	
	Июль	Продление целевых экономических санкций	
	Август		Продление продуктового эмбарго до конца 2017 г.
	Сентябрь	Продление и правка индивидуальных санкций	
	Декабрь	Продление целевых экономических санкций	
2017	Июль	Принятие нового закона о санкциях в США	

Источник: переработано и дополнено на основе Russell M. Sanctions over Ukraine: Impact on Russia. Members' Research Service. European Parliamentary Research Service. March 2016. P. 2.

Воздействие санкционного режима на российскую экономику диверсифицировано по различным его составляющим (финансовые, секторальные и региональные ограничения).

Наибольшее влияние на экономику России оказали финансовые санкции, включающие различные ограничения на доступ к рынкам капитала. Финансовые санкции можно подразделить на 3 группы:

- относительно мягкие «секторальные» санкции («список SSI» по классификации США) (финансовые учреждения и компании, попавшие этот список (главным образом, российские государственные банки), лишились доступа к долговым рынкам США и Европы (ограничение сроков кредитования), но могут проводить платежи).

- список SDN (наиболее жесткие ограничения, запрещающие проведение любых финансовых операций и коснувшиеся ряда российских частных банков, связанных с физическими лицами, подпадающими под персональные санкции, и ограниченного круга компаний преимущественно оборонной отрасли);

- мягкие санкции (изменение условий ведения бизнеса с российскими эмитентами, в частности, ужесточение процедур контроля технического оформления сделок (комплаенс)).

Санкции в торговой сфере, в частности, ограничения поставок в Россию товаров и технологий двойного назначения, а также технологий, связан-

ных с добычей углеводородного сырья из сланцев и глубоководной добычей, в том числе на арктических месторождениях, имели весьма ограниченное воздействие на российскую экономику. Вместе с тем, достаточно чувствительными в региональном масштабе оказались санкции против Крыма: запрещены поставки ряда товаров и технологий (в секторах транспорта, телекоммуникаций, энергетики, геологоразведки), предназначенных для крымских предприятий или для использования на полуострове, а также импорт продукции, произведенной в Крыму; установлен запрет на инвестиции в Крым; платежные системы Visa и MasterCard приостановили обслуживание карт российских банков, работающих в Крыму. Введенные против Крыма санкции существенно осложнили работу на полуострове российских бизнес-структур, в частности, банков, большинство из которых были вынуждены отказаться от работы в Крыму или использовать третьи структуры для ведения банковских операций, а также создали определенные трудности для модернизации крымской экономики, требующей покупки зарубежного оборудования и технологий. В частности, под запрет попали поставки на полуостров энергетического оборудования, следствием чего явился известный скандал с поставками турбин Сименс в Крым⁷.

В июле 2017 г. Конгресс США принял новый закон о санкциях в отношении России (подписан Президентом США 2 августа 2017 г.). Среди основных изменений, вносимых в санкционный режим: возможность его распространения на принадлежащие государству предприятия железнодорожной, транспортной, металлургической и добывающей отраслей; сокращение срока финансирования подсанкционных российских банков (до 14 дней) и компа-

⁷ Концерн «Сименс» продал турбины ОАО "ВО «Технопромэкспорт»" для энергетического проекта в Краснодарском крае, однако в дальнейшем данные турбины были перепроданы дочерней структуре «Ростеха» (ООО «ВО «Технопромэкспорт») и использованы для строительства теплоэлектростанций в Крыму, якобы после модернизации. В результате немецкая компания «Сименс» оказалась под угрозой попадания в европейский санкционный список и на протяжении нескольких месяцев пытается доказать, что ее руководство не знало об истинном месте использования своих турбин, а также отозвать турбины. Свою правоту «Сименс» пытается доказать в российских судебных инстанциях, однако 14 декабря 2017 г. Арбитражный суд Москвы отказал концерну в возвращении турбин, поставленных в Крым, но также отклонил просьбу структур госкорпорации "Ростех" об исключении из контракта об их покупке пунктов, запрещающих вывозить их с территории Таманского полуострова. Решение суда еще может быть обжаловано. (<https://ria.ru/economy/20171214/1510934768.html>).

ний нефтегазового сектора (до 60 дней); распространение действия санкций на проекты в нефтегазовой сфере с участием подсанкционных российских компаний не только в самой России, но и по всему миру; возможность введения санкций в отношении экономических агентов, инвестирующих или участвующих в строительстве российских трубопроводов и т.д.⁸. Наконец, наиболее болезненным может оказаться распространение режима санкций на российские государственные ценные бумаги. В целом введение нового закона о санкциях вновь увеличило неопределенность в отношении внешнеэкономических сделок с Россией и повысило общий уровень неопределенности в российской экономике.

3. Ухудшение политических и экономических отношений с Украиной.

Важным внешним шоком для российской экономики явилось масштабное ухудшение политических и экономических отношений с Украиной, следствием чего явилось обвальное сокращение объемов российско-украинского торгово-экономического взаимодействия. Воздействие «украинского» шока осуществлялось по торговому и инвестиционно-финансовому каналу, затронуло взаимодействие в сфере транзита и привело к разрушению кооперационных связей.

В результате смены власти в Украине и вступления в силу Соглашения об ассоциации с ЕС, с 1 января 2016 г. Россией было приостановлено действие Договора о зоне свободной торговли со странами СНГ в отношении Украины; введено продовольственное эмбарго; запрещен транзит всех товаров, подпадающих под санкции, из Украины через территорию РФ, что особенно болезненно ощутили украинские экспортеры, работающие на азиатских рынках. Украина в свою очередь ввела запрет на ввоз 43 видов товаров из РФ (с 10 января 2016 г.), в основном продовольствия, а также химических средств защиты растений в сельском хозяйстве, локомотивов и оборудования для железных дорог и проч.

⁸ <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2017/08/14/729205-sanktsii-neeffectivni>.

Отдельным направлением воздействия «украинского» шока явилось сворачивание военно-технической кооперации после введенного украинскими властями полного запрета на сотрудничество своих предприятий с Россией в военной сфере, которое потребовало форсирование реализации российской программы импортозамещения в данной сфере.

В 2016-2017 гг. правительство Украины вводило различные ограничения для деятельности российских компаний и компаний с российским участием на украинском рынке, существенно осложняющие их работу или делающие ее невозможной. Результатом подобной политики стал массовый выход российских инвесторов из украинских активов (в частности, в банковской сфере), сопровождающийся потерями с их стороны. Определенные потери наблюдались и в сфере транзита: в начале 2016 г. украинская сторона в одностороннем порядке повысила ставку транзита для «Газпрома» в 1,8 раза — с 2,5 долл./ за тыс. куб.м. на 100 км транспортировки до 4,6 долл. за транспортировку российского газа в Европу.

4. Снижение темпов роста китайской экономики и падения фондового рынка Китая.

Как мы уже отмечали в предыдущих работах⁹, проблема замедления китайской экономики является достаточно длительной (снижение темпов экономического роста началось в 2012 г.) и выступает уже скорее не в качестве шока, а нового внешнего фактора развития российской экономики. Тем более, что Международный валютный фонд прогнозирует продолжение тенденции снижения темпов экономического роста в Китае (см. Таблицу 4).

Таблица 4

Темпы экономического роста в Китае и в мире в 2012-2016 гг. и прогноз до 2022 г. (в %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Китай	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,765	6,5	6,3	6,2	6	5,75

⁹ Влияние экономической динамики стран-соседей России на российскую экономику. Под ред. д.э.н. М.Ю. Головина. М.: Институт экономики Российской академии наук, 2014. С. 59, 69-71.

Мир	3,5	3,4	3,5	3,4	3,2	3,6	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8
-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Источник: World Economic Outlook Database as of October 2017 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/index.aspx>).

На рассматриваемый нами период пришлось также несколько значительных потрясений на фондовом рынке Китая, вызванных, по мнению многих специалистов, образовавшимся на нем "финансовым пузырем".

Отправной точкой падения на фондовом рынке Китая считается 12 июня 2015 г., когда индекс *Shanghai Composite*¹⁰ Шанхайской фондовой биржи, достигнув пика в 5178,19 пунктов (максимальное значение на конец торгов), стал стремительно падать. К июлю значение индекса упало на 30%, достигнув 3507,19 пунктов, после чего он перешел в фазу равномерного роста (см. Рисунок 7). С этого момента колебания на бирже вернулись к предшествующей динамике.

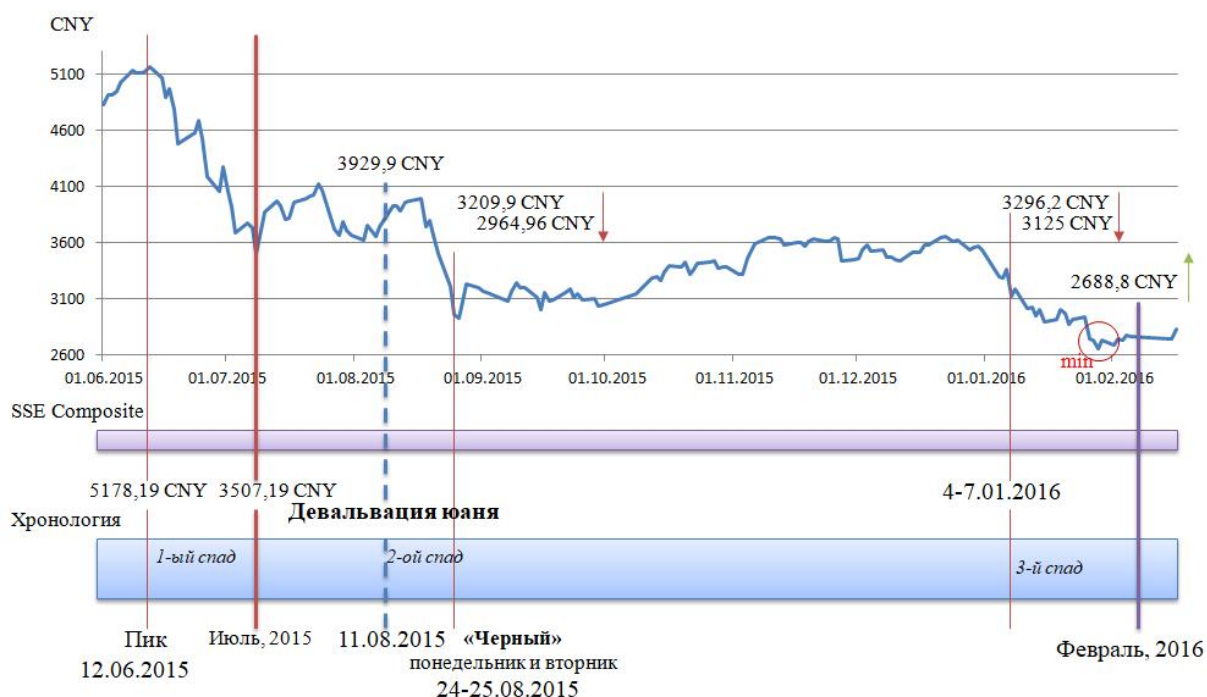
Одновременно с этим Народный банк Китая 11 и 12 августа 2015 г. провел девальвацию юаня, снизив курс национальной валюты к доллару на 1,9%. Среди причин такого шага назывались как продвижение по пути либерализации экономики Китая, так и возможность повышения конкурентоспособности китайского экспорта.

После девальвации юаня значение индекса SSE стало расти, однако вскоре, после временной стабилизации наметился второй спад (см. Рисунок 7). Во время второй волны падения значение индекса снизилось сначала до отметки в 3209,9 в понедельник, 24 августа, а затем - до 2964,96 во вторник, 25 августа, названные впоследствии «черным понедельником и вторником».

Рисунок 7

¹⁰ Shanghai Composite (SSE Composite) – фондовый индекс, в который входят крупные компании их списка А и В. Формируется на Шанхайской фондовой бирже с 1990 г. и считается «барометром» фондового рынка Китая.

Хронология кризиса на фондовом рынке Китая 2015-2016 гг. (значения индекса SSE).



Примечание: CNY – код юаня, SSE – значения индекса на конец торгов.
Источник: yahoo.finance.

После событий «черного вторника» ситуация стала постепенно восстанавливаться, до конца 2015 года не наблюдалось сильных скачков. Третий этап спада случился в начале 2016 г., когда тренд китайского индекса развернулся и пошел на снижение. С 22 декабря 2015 г., с момента локального пика в 3651,77 пунктов *Shanghai Composite*, до 28 января 2016 г. индекс упал на 27%, достигнув минимального значения за весь рассматриваемый период – 2655,66 пунктов.

Для противостояния турбулентности на фондовом рынке китайские власти использовали широкий круг антикризисных мер. Однако часто они

носили нерыночный характер¹¹ - вплоть до арестов журналистов, активно распространяющих слух о крахе фондовой биржи. На первой волне были попытки вливания ликвидности для поддержания экономической активности и моратории на краткосрочные операции под угрозой ареста¹².

Из мер по противодействию кризисным тенденциям можно также отметить временные приостановки торгов на всех этапах спада, а также смягчение денежно-кредитной политики (снижение нормативов обязательного резервирования и базовой ставки Народным банком Китая).

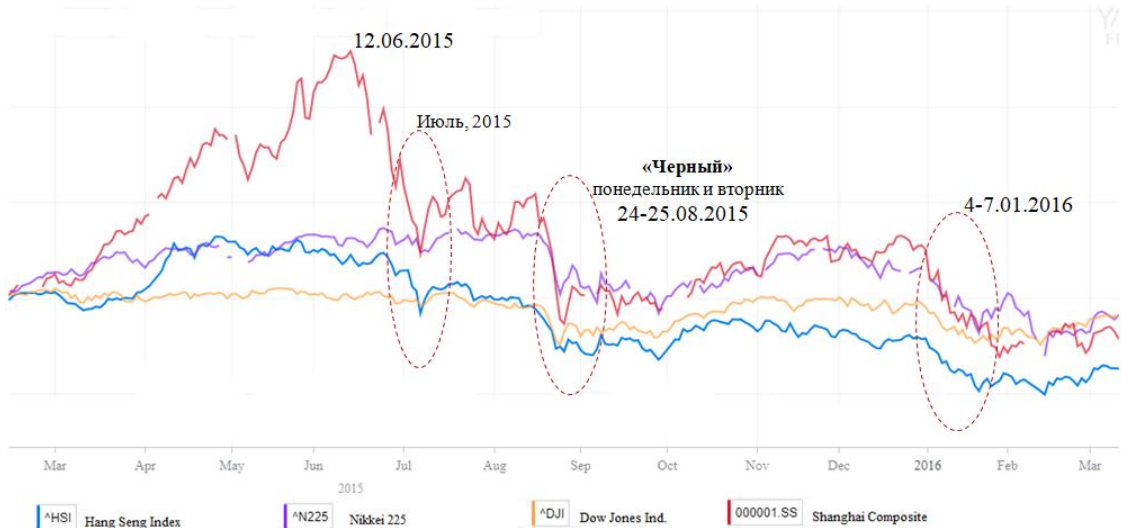
На падение китайского фондового индекса отреагировали фондовые рынки ведущих развитых стран (Японии, США и стран еврозоны) (см. Рисунки 8 и 9). Особенно сильной реакция была на европейском рынке и наиболее значительное воздействие наблюдалось во время третьей волны спада в Китае (на рубеже 2015-2016 гг.). Во время второго спада Европейский индекс STOXX50 потерял около 7%, от локального максимума, и около 5% во время третьего спада (различия между значениями индекса за 28.12.15-11.02.16).

Рисунок 8

Реакция основных азиатских и американских фондовых индексов на кризисы на фондовом рынке Китая в 2015-2016 гг.

¹¹ Вахрушин И.В. Кризис фондового рынка КНР 2015 года: мнение эксперта ИДВ РАН (<http://www.ifes-ras.ru/publications/online/1561-krizis-fondovogo-rynka-knr-2015-goda-mnenie-eksperta-idv-ran>).

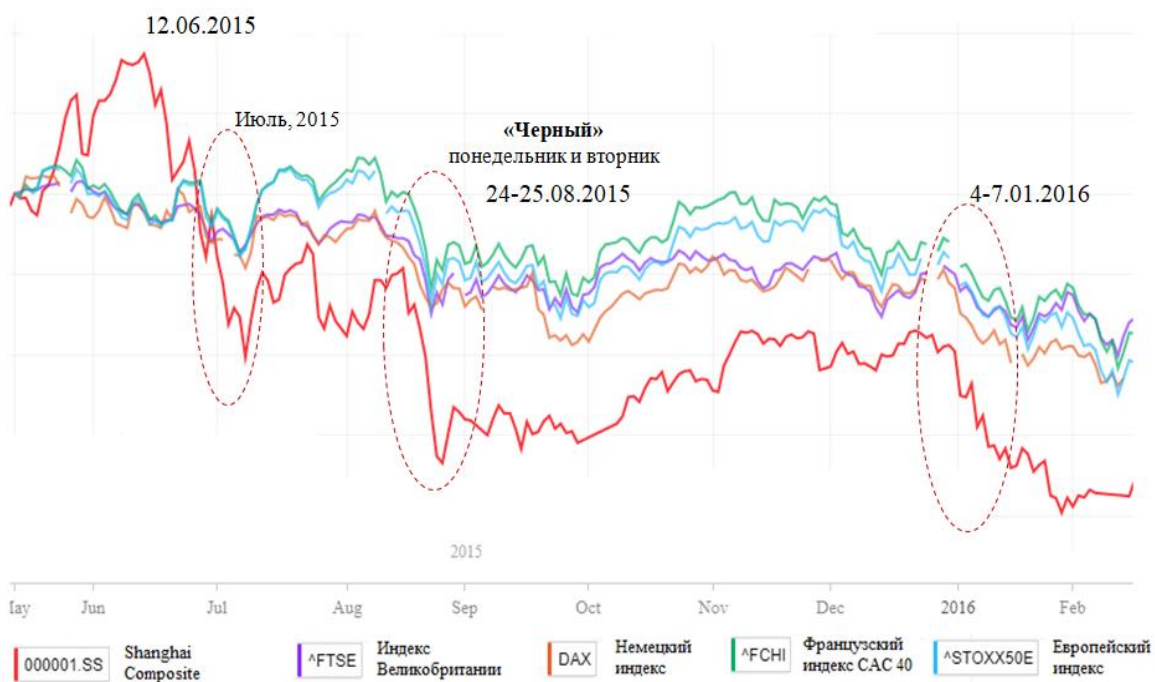
¹² Подробнее: <https://www.forbes.com/sites/jessecolombo/2015/07/12/watch-these-charts-to-better-understand-chinas-stock-market-crash/#79bf30ee1e8d>.



Источник: yahoo.finance.

Рисунок 9

Реакция основных европейских индексов на кризисы на фондовом рынке Китая в 2015-2016 гг.



Источник: yahoo.finance.

Таким образом, события на фондовом рынке Китая в 2015- начале 2016 гг. продемонстрировали, что потрясения на фондовом рынке развивающейся страны распространяются на фондовые рынки развитых стран, хотя они и носили временный характер.

Следует отметить еще одно важное направление воздействия спадов на фондовом рынке Китая – их влияние на цену на нефть. Падение фондовых индексов Китая вызывало снижение мировой цены на нефть летом 2015 г. и зимой 2015-2016 гг. (см. Рисунок 6). Механизм этого воздействия достаточно очевиден, поскольку вслед за падением фондовых индексов инвесторы ожидали ухудшения состояния китайской экономики и снижения спроса на нефть с ее стороны.

5. Начало цикла повышения ставок Федеральной резервной системой.

В 2013 г. начался так называемый процесс "нормализации" денежно-кредитной политики США, который подразумевал завершение последнего этапа проведения политики "количественного смягчения" к октябрю 2014 г. и последующее повышение ставок по федеральным фондам Федеральной резервной системой (ФРС) США. Выход из политики "количественного смягчения" обернулся оттоком капитала из многих стран с формирующимися рынками и стал для них внешним шоком, последствия которого на рубеже 2013-2014 гг. испытала и российская экономика.

Процесс постепенного повышения процентных ставок в США начался в декабре 2015 г., когда целевая ставка по федеральным фондам была повышена до 0,25-0,5%. Этот процесс ускорился в 2017 г.: на протяжении года произошло три повышения процентной ставки, последнее в декабре 2017 г. привело к установлению ставки по федеральным фондам на уровне 1,25-1,5%.

Повышение процентной ставки в США традиционно приводит к ужесточению условий на мировых финансовых рынках, что создает вызовы с точки зрения привлечения потоков капитала в национальные экономики.

Следующие разделы будут посвящены детальному анализу воздействия отмеченных выше шоков на российскую экономику.

III. Падение цен на нефть и изменение условий торговли

Начавшееся в 2014 г. и продолжавшееся до начала 2016 г. падение мировых цен на сырьевые товары стало одним из наиболее сильных внешних шоков для российской экономики в рассматриваемый период. Обвал нефтяных цен негативно повлиял на все сектора и сферы производства, включая и те, которые участвуют во внешнеэкономической деятельности. Он затронул в первую очередь внешнюю торговлю, затем распространился на инвестиции, в том числе иностранные, а также на потребление, привел к росту внутренних цен, уменьшению доходов бюджета. Сокращение экспортной выручки за товары и услуги вкупе с прекращением поступления «длинных денег» с западных финансовых рынков привело к тому, что предложение валюты на российском валютном рынке серьезно уменьшилось, что повлекло за собой масштабное удешевление рубля.

Неблагоприятная для России конъюнктура на мировых рынках имела своим следствием потерю потенциальных доходов от экспорта в сумме 317,4 млрд долл. и лишь незначительный выигрыш на импорте в сумме 36,9 млрд долл. Общий эффект изменения цен оказался для страны отрицательным – 280,5 млрд долл., что эквивалентно 4,3% суммарного ВВП за 2013-2016 гг. (см. Таблицу 5).

Таблица 5

Экономический эффект для России от изменений мировой товарной конъюнктуры, млрд долл.

	2013	2014	2015	2016
Экспорт в текущих ценах	526,0	497,4	343,5	285,7
Импорт в текущих ценах	315,3	287,1	182,9	182,3
Индекс средних экспортных цен, %	95,7	94,2	64,5	79,4
Индекс средних импортных цен, %	102,5	98,1	84,3	97,4
Экспорт в ценах предыдущего года	549,6	528,0	532,6	359,8

Импорт в ценах предыдущего года	307,6	292,7	217,0	187,2
Ценовой выигрыш (+) /проигрыш (-) экспорт	-23,6	-30,6	-189,1	-74,1
импорт	-7,7	5,6	34,1	4,9
Общий эффект от изменений конъюнк- туры	-31,3	-25,0	-155,0	-69,2
ВВП*	2078,8	1860,5	1365,8	1281,6
Выигрыш/проигрыш к ВВП, %	-1,5	-1,3	-11,3	-5,4

* по среднегодовому официальному курсу рубля

Источник: Расчеты по данным таблиц «Итоги внешней торговли Российской Федерации» и «Индексы внешней торговли Российской Федерации». Таможенная статистика внешней торговли Российской Федерации 2013-2016 гг. База ТСВТ. – Официальный сайт Федеральной таможенной службы РФ (www.customs.ru).

Как видно из таблицы 5, в условиях падения мировых цен валютные доходы от экспорта оказались меньшими, чем могли бы быть, но имела место некоторая экономия валюты при импорте. Однако в результате более чем двукратного удешевления рубля и выручка от экспорта, и расходы на импорт, выраженные в национальной валюте, на протяжении последних трех лет оказывались больше, чем они были в относительно более благоприятном 2013 г. (см. Таблицу 6)

Таблица 6

Курс доллара к рублю, экспортная выручка и затраты на импорт, млрд. руб.

	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.
Среднегодовой официальный курс доллара (R/\$)	31,84	38,38	60,94	67,14
Экспортная выручка в текущих ценах	16661,9	19105,6	20932,9	19181,9
% к 2013 г.	-	114,5	125,6	115,1
Затраты на импорт в текущих ценах	10867,0	11821,0	11145,9	12239,6
% к 2013 г.	-	108,8	102,6	112,6
Чистый экспорт товаров	5794,9	7284,6	9787,0	6942,3
Чистый экспорт товаров, % ВВП	8,2	9,2	11,8	8,1

Источник: расчеты по данным: Макроэкономическая финансовая статистика. Статистика внешнего сектора. Обменный курс рубля. – Официаль-

ный сайт Банка России (www.cbr.ru); таблицы «Итоги внешней торговли Российской Федерации» Таможенная статистика внешней торговли Российской Федерации 2013-2016 гг. База ТСВТ. – Официальный сайт Федеральной таможенной службы РФ (www.customs.ru).

Приведенные данные показывают, что девальвация национальной валюты, сопровождавшаяся увеличением физического объема поставок, заметно улучшила показатели внешнеэкономической деятельности экспортеров, компенсировав валютные потери от снижения мировых цен, и ухудшила, пусть и в меньшей мере, результаты деятельности импортеров, которые вынуждены были повышать рублевые цены на ввозимую продукцию, подталкивая тем самым инфляцию. Вклад внешней торговли товарами в ВВП в 2014-2015 гг. оказался выше, чем в начале и в конце рассматриваемого периода.

За 2014-2016 гг. экспорт по стоимости сократился на 240 млрд долл., или на 46%. Подавляющая часть этого падения (83,5%, более 200 млрд долл.) пришлась на долю нефти, нефтепродуктов и природного газа, суммарная стоимость поставок которых снизилась на 43%. Экспорт всех прочих товаров за эти годы также сократился, но в гораздо меньшей степени – на 23% (см. Таблицу 7).

Таблица 7

Экспорт энергетических и прочих товаров в 2013-2016 гг.

	2013		2014		2015		2016	
Экспорт всего - млрд долл.*	521,8		496,8		341,5		281,7	
В том числе:								
Товары/ед. изм.	млн т	млрд долл.	млн т	млрд долл.	млн т	млрд долл.	млн т	млрд долл.
Сырая нефть	236,6	173,7	223,5	153,9	244,5	89,6	254,9	73,7
Нефтепродукты	151,7	109,4	165,3	115,8	171,7	67,5	156,4	46,1
Природный газ, млрд. куб. м	196,4	66,0	174,3	54,7	185,5	41,8	198,7	31,3
Сжиженный природный газ, млн. куб. м	26,3	5,5	20,5	5,2	21,4	4,5	24,2	2,9

Перечисленные энергетические товары - всего		354,6		329,6		203,4		154,0
Прочие товары		167,2		167,2		138,1		127,7

* По методологии платежного баланса

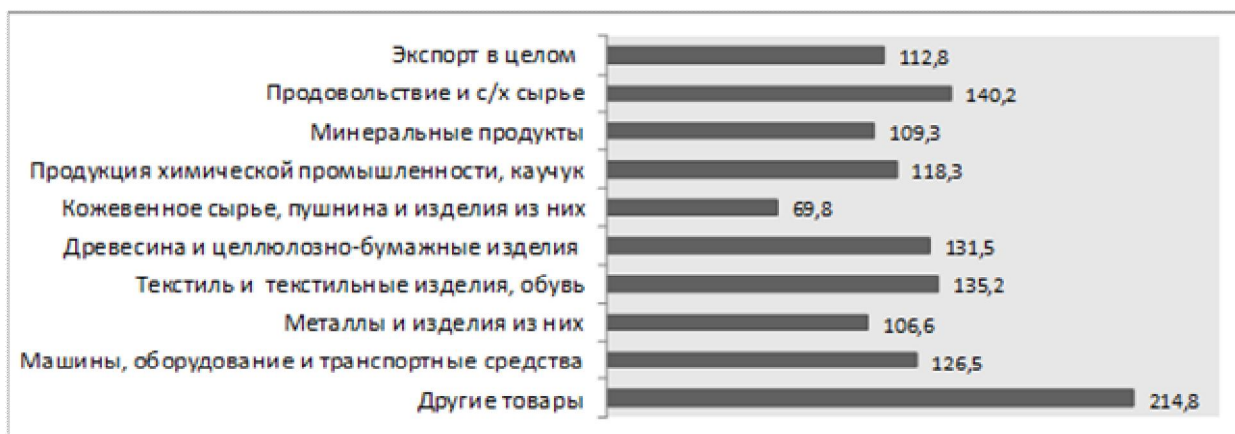
Источник: Макроэкономическая финансовая статистика. Статистика внешнего сектора. Внешняя торговля товарами. – Официальный сайт Банка России (www.cbr.ru).

Влияние ценового фактора стало главной причиной положительных сдвигов в структуре российского экспорта – снижения доли энергоресурсов и увеличения удельного веса продукции сельского хозяйства и обрабатывающих отраслей. За 2014-2016 гг. доля первых уменьшилась с 68 до 55%, вторых – соответственно выросла с 32 до 45%. По данным таможенной статистики, в 2016 г. на продовольствие и сельскохозяйственное сырье в экспорте приходилось 6% против 3,1% в 2013 г., химическую продукцию – 7,3 (5,8), древесину и изделия из нее – 3,4 (2,1), металлы – 10,1 (7,7), машины, оборудование и транспортные средства – 8,6% (5,5%).

Глубочайшее падение экспорта по стоимости сопровождалось ростом его физического объема. Снижающиеся мировые цены не стали фактором, сдерживающим увеличение поставок: сжатие внутреннего спроса «выталкивало» отечественных производителей на внешние рынки. Этому «выталкиванию» в немалой степени способствовало также серьезное удешевление рубля, нивелировавшее эффект снижения цен на внешних рынках при пересчете экспортной выручки в рубли. За период 2014-2016 гг., как показывают подсчеты, физические объемы поставок увеличились по всем товарным группам, за исключением кожевенного сырья, пушнины и изделий из них (см. Рисунок 10).

Рисунок 10

Индексы физического объема экспорта по отдельным товарным группам в 2016 г., 2013 г. = 100%



Источник: Расчеты по данным таблиц «Индексы средних цен и физического объема товарной структуры экспорта Российской Федерации». Таможенная статистика внешней торговли Российской Федерации 2013-2016 гг. База ТСВТ. – Официальный сайт Федеральной таможенной службы РФ (www.customs.ru).

Экспорт, таким образом, способствовал торможению падения отечественного производства, сокращения занятости, уменьшения доходов предприятий, населения и федерального бюджета. По имеющимся оценкам, без увеличения реального чистого экспорта товаров и услуг падение ВВП России в 2014-2016 гг. было бы более существенным. При условии неизменности всех других компонентов ВВП увеличение чистого экспорта могло бы вывести экономическую динамику в область положительных значений, в частности, в 2015 г. прирост ВВП составил бы 6%.¹³

Импорт по стоимости сократился с 315,3 млрд долл. в 2013 г. до 182,3 млрд долл. в 2016 г, то есть почти на 42%. При этом, как показывают подсчеты, ввоз промежуточных товаров уменьшился на 47%, потребительских – на 41, инвестиционных товаров – на 36%. Физический объем импорта за этот же период снизился на 29%, при этом в наибольшей степени сократился ввоз кожевенного сырья, пушнины и изделий из них (на 46%), древесины и целлюлозно-бумажных изделий (на 38,3%), топливно-энергетических товаров

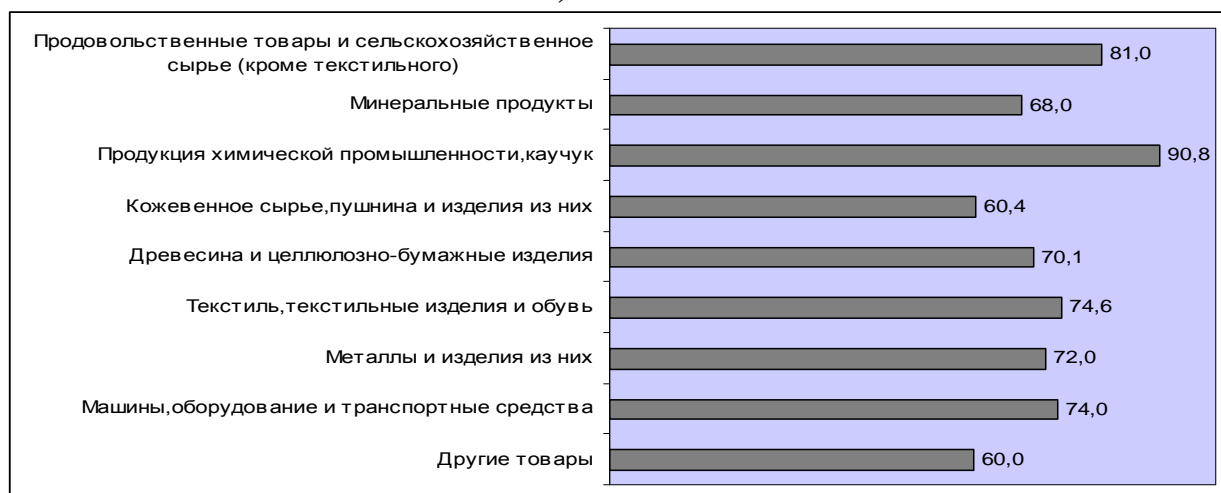
¹³ Спартак А.Н. Перестройка в российском экспорте // Российский внешнеэкономический вестник. 2017. № 4. С. 6.

(на 37,8%). Физические объемы импорта продовольственных товаров и сельскохозяйственного сырья (кроме текстильного) в 2016 г. по сравнению с 2013 г. снизились приблизительно на четверть; текстиля, текстильных изделий и обуви, металлов и металлоизделий, машин, оборудования и транспортных средств – приблизительно на треть, в то время как продукции химической промышленности – на 11% (см. Рисунок 11).

Негативная динамика импорта в физическом выражении стала следствием серьезной девальвации рубля, сжатия внутреннего потребительского и инвестиционного спроса. Следует при этом отметить, что помимо внешних шоков, существенный вклад в сокращение объемов импорта инвестиционного оборудования внесли именно внутренние факторы, а именно падение совокупного спроса, ухудшение финансового положения предприятий и удорожание кредитных ресурсов.

Рисунок 11

Индексы физического объема импорта по отдельным товарным группам в 2016 г., 2013 г. = 100%



Источник: Расчеты по данным таблиц «Индексы средних цен и физического объема товарной структуры экспорта Российской Федерации». Таможенная статистика внешней торговли Российской Федерации 2013-2016 гг. База ТСВТ. – Официальный сайт Федеральной таможенной службы РФ (www.customs.ru).

От весьма ощутимого сокращения ввоза пострадали все сектора отечественной экономики, включая сектор домашних хозяйств: уменьшился объем

предложения продукции на большинстве рынков, обеднел ее ассортимент, ухудшилось качество, возросли цены.

Наибольшую озабоченность вызывает негативный эффект сокращения импорта инвестиционных товаров, которое сдерживает процесс технологической модернизации отечественного производства, прежде всего стагнирующего машиностроения. Несмотря на то, что доля указанных товаров в импорте за рассматриваемый период выросла с 24,3 до 26,7%, их ввоз начал увеличиваться лишь в 2016 г. по мере некоторого укрепления курса рубля, стабилизации цен на импортное оборудование и улучшения финансового положения значительной части российских предприятий.

IV. Влияние экономических санкций

Санкции, непосредственно затрагивающие торговлю товарами и услугами, в целом имели ограниченное воздействие на российскую экономику, однако оказались достаточно чувствительными для отдельных ее отраслей, в частности, нефтегазовой отрасли и ВПК. Наибольший ущерб наблюдался в отраслях, в которых западные страны выступают в качестве монопольных поставщиков критически значимого оборудования и технологий. Такая ситуация наблюдается, например, применительно к добыче углеводородов на шельфе (около 90% ключевых технологий – иностранные). В результате, по некоторым оценкам, именно технологические санкции обусловили решение некоторых российских нефтегазовых компаний приостановить ряд проектов на шельфе (например, проекты «Роснефти» и ExxonMobil на арктическом шельфе и в Черном море)¹⁴. В то же время, санкции практически не повлияли на традиционную добычу.

Достаточно чувствительными санкции оказались для российского ОПК. По заявлению вице-премьера России Д. Рогозина, в 2014 г. импортные комплектующие (из Украины, стран ЕС и НАТО) использовались в 640 образцах российского вооружения, при этом в соответствии с утвержденной в 2014 г. программой импортозамещения российскими аналогами должны были быть заменены около 860 западных образцов комплектующих (до 2022 г.) и 700 украинских (до 2018 г.)¹⁵

Серьезным вызовом с точки зрения сроков реализации российской программы перевооружения явилось прекращение импорта электронной компонентной базы (ЭКБ) для спутников (сложности с поставками этих комплек-

¹⁴ Виноградова Е., Бурлакова Е., Никольский А. Почему санкции против России внешне неэффективны // Ведомости. 2017, 13 августа (<https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2017/08/14/729205-sanktsii-neeffectivni>).

¹⁵ Виноградова Е., Бурлакова Е., Никольский А. Почему санкции против России внешне неэффективны // Ведомости. 2017, 13 августа (<https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2017/08/14/729205-sanktsii-neeffectivni>).

тующих стали одной из причин переноса на 2–3 года запуска ряда спутников военного и двойного назначения). Следует, однако, отметить, что определенные ограничения на экспорт данных компонентов неявно применялись западными странами и до введения санкций, что явилось причиной включения этой продукции в планы по импортозамещению.

Другой важной проблемой явилось прекращение поставок немецких корабельных и украинских вертолетных двигателей, которым пришлось экстренно искать замену. По некоторым данным, непоставка украинских газотурбинных двигательных установок (ГТУ) для строящихся фрегатов привела к тому, что некоторые фрегаты проекта 11356 планируется продать в Индию (двигатели приобретут индийцы), а сроки постройки следующих за головным кораблем «Адмирал Горшков» новейших фрегатов проекта 22350 были сдвинуты на 2–4 года. Следует, однако, отметить, что негативный эффект от потери иностранных комплектующих имеет временный характер: в настоящее время в рамках программы по импортозамещению уже началось введение в эксплуатацию ряда предприятий, производящих, в частности, корабельные газотурбинные установки и вертолетные двигатели¹⁶.

В целом санкции привели к задержкам поставок ряда важных образцов военной техники и дополнительным затратам, связанным с форсированием реализации программы импортозамещения. С другой стороны, в средне- и долгосрочной перспективе импортозамещение, к которому подталкивают санкции, будет оказывать положительное воздействие на российскую экономику, обеспечивая увеличение объемов промышленного производства и повышение занятости.

Финансовые санкции существенно ограничили возможности для привлечения заимствований за рубежом со стороны российских экономических агентов, в том числе для погашения текущих обязательств. Это вызвало необходимость частичной репатриации внешних активов. Тем самым финансовые санкции повлияли как на пассивную (напрямую), так и на активную

¹⁶ Там же.

(опосредованно) часть международного движения капитала, связанного с Россией, вызвав снижение до рекордных уровней его роль для экономики России (см. Рисунок 12).

Рисунок 12



Источник: рассчитано на основе данных платежного баланса из сборника International Financial Statistics. Washington DC: International Monetary Fund, different issues; статистики платежного баланса Банка России (www.cbr.ru).

Мы оцениваем совокупные трансграничные потоки капитала как сумму валовых потоков средств по статьям финансового счета платежного баланса "прямые инвестиции", "портфельные инвестиции" и "прочие инвестиции" (как активы, так и пассивы без учета знака операции). Принимая во внимание значимую роль потоков, связанных с изменением официальных резервных активов, они также добавляются к совокупному показателю. Наконец, максимальное значение совокупных потоков капитала задает добавление к ним статьи "чистые ошибки и пропуски", по которой, особенно на раннем этапе рыночных преобразований, отражалось бегство капитала из страны. Мы видим, что, хотя сокращение совокупных потоков капитала во время кризиса 2014-2016 гг. было менее масштабным, чем во время глобального экономи-

ческого и финансового кризиса, оно привело к падению показателя до рекордно низких (с учетом всех составляющих потоков капитала значений).

Схожую динамику демонстрируют накопленные значения показателей, связанных с международным движением капитала (см. Таблицу 8).

Таблица 8

**Накопленные иностранные обязательства Российской Федерации,
млн. долл. (на начало соответствующего года)**

	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017
Всего	1 342 862	958 899	838 221	1 005 721
Прямые инвестиции	565 654	365 439	347 690	462 697
Портфельные инвестиции	273 736	156 424	140 487	213 278
Финансовые производные	4 355	21 530	9 245	6 455
Прочие инвестиции	499 116	415 506	340 800	323 291

Источник: Международная инвестиционная позиция Российской Федерации в 2014-2016 гг.: иностранные активы и обязательства на начало года (www.cbr.ru).

Валовые накопленные инвестиции в Россию на начало 2016 г. по сравнению с показателем на начало 2014 г. упали на 37,6%, при этом наибольшее падение испытали портфельные инвестиции - на 48,7%. Внешне эти данные свидетельствуют в пользу негативного эффекта со стороны санкций. Однако возобновление роста накопленных инвестиций в 2016 г. говорит скорее о влиянии повысившихся цен на нефть (поскольку санкции продолжали действовать, и в этом отношении изменения внешних условий не происходило). При этом наибольший прирост продемонстрировали в 2016 г. вновь портфельные инвестиции (на 51,8%), тогда как прочие инвестиции продолжали сокращаться.

Если рассматривать более детально потоки иностранных инвестиций в Россию во время кризиса, мы увидим, что в 2014-2015 гг. они неуклонно снижались (см. Таблицу 9).

Таблица 9

Ввоз капитала в Россию, млн. долл.

	2014	2015	2016
Чистое принятие обязательств - всего	-27 904	-44 723	9 294
Прямые инвестиции	22 031	4 839	32 976
Портфельные инвестиции	-23 202	-12 672	3 020
Прочие инвестиции	-26 733	-36 890	-26 702

Источник: Платежный баланс РФ (нейтральное представление, основные агрегаты) (www.cbr.ru).

В 2014 г. объем поступающих в страну прямых иностранных инвестиций (ПИИ) снизился по сравнению с 2013 г. более чем в 3 раза (в целом по миру снижение ПИИ составило 8%), а в 2015 г. последовало пятикратное падение ПИИ относительно предыдущего года, в результате которого они достигли тринадцатилетнего минимума (см. Таблицу 9). Заметную роль в сокращении иностранных инвестиций сыграла отрицательная переоценка в долларовом эквиваленте рублевых вложений нерезидентов из-за падения курса рубля. Главным источником поступающих ПИИ стали реинвестированные доходы от деятельности иностранного бизнеса на территории РФ.

В 2016 г. имели место положительные тенденции. Прямые иностранные инвестиции в страну заметно выросли, в том числе и за счет новых проектов, а также покупок иностранными компаниями и фондами (преимущественно из стран Азии и Персидского залива) крупных пакетов российских компаний.

В отличие от прямых инвестиций, прочие и портфельные инвестиции сменили направление движения (см. Таблицу 9). Разворот потоков ссудного капитала в противоположном направлении стал, прежде всего, следствием

необходимости погашения отечественными заемщиками, взятых ранее на себя платежных обязательств, в условиях практически полного закрытия возможностей их рефинансирования с помощью новых заимствований на внешнем рынке.

Как уже отмечалось, введенные санкции заметно осложнили процесс выхода на международный рынок ссудного капитала. По сравнению с 2013 г. объемы привлеченных синдицированных кредитов и размещенных еврооблигаций в последующие два года упали в разы, а кредитные премии для российских заемщиков возросли и существенно превысили средние значения по странам с формирующимися рынками¹⁷.

Согласно данным Банка России, в 2015 г. российские компании разместили еврооблигации на 4,7 млрд. долл. (в 2014 г. – 8,2 млрд., в 2013 г. – 42 млрд.). В середине 2016 г. рынок еврооблигаций стал более доступным для российских заемщиков, в результате чего они выпустили почти в 3 раза больше долговых бумаг, чем в 2015 г. (12,3 млрд. долл., по данным Cbonds.ru). Такая же тенденция наблюдалась и на рынке синдицированного кредитования. По оценкам аналитического портала Cbonds.ru, объем последних снизился с 36 млрд. долл. в 2013 г. до 9 млрд. в 2014 г. и 6 млрд. долл. в 2015 г. В 2016 г. облигационный рынок оживился и достиг 12 млрд. долл.

В 2014-2015 гг. внешний сегмент фондового рынка практически закрылся для российских эмитентов. За указанный период прошло лишь одно первичное размещение (компания «Лента» на Лондонской бирже), все другие выпуски IPO/SPO были отложены из-за неблагоприятных условий, или же переносились на российские площадки. С конца 2016 г. для российских компаний открылось «окно» для размещений, которым они поспешили воспользоваться. На Лондонской бирже состоялись SPO металлургических компаний НЛМК и ТМК, на бирже Гонконга – продажа акций «Русала», на Московской бирже – размещение бумаг «Детского мира» и «Фосагро», в ходе которого большую часть акций приобрели иностранные инвесторы. По оценкам экс-

¹⁷ Доклад о денежно-кредитной политике. 2016. Март. №1. Банк России, 2016. С. 7.

пертов, объемы IPO/SPO, проведенные с декабря 2016 г. по февраль 2017 г., уже кратно превысили показатели 2013 г.¹⁸. Кроме того, 3 ноября 2017 г. компания En+ провела самое крупное российское IPO на Лондонской фондовой бирже с 2012 г. Еще перед проведением размещения акции En+ на 500 млн. долл. согласилась купить структура CEFC China Energy Company – AnAn Group. Еще на 1 млрд. долл. были размещены новые акции, 85% заявок на которые подали зарубежные инвесторы¹⁹. Активность на долевым рынке можно объяснить с одной стороны дешевизной российских компаний (при том, что они выплачивают хорошие дивиденды), с другой - желанием собственников воспользоваться возможностью и выйти из части активов. Побудительным мотивом для продажи акций (как в случае с ММК и «Фосагро») является и желание довести долю акций, находящихся в свободном обращении (free-float), до параметров, позволяющих включить компанию в индекс MSCI.

Можно констатировать, что происходившее два года (2014-2015 гг.), обвальное падение прямых иностранных инвестиций, долгового и долевого финансирования российских компаний и банков сменяется определенным оживлением, которое вызвано ожиданиями роста ВВП, относительной стабильностью в геополитике и на сырьевых рынках, укреплением курса рубля в 2016-2017 гг.

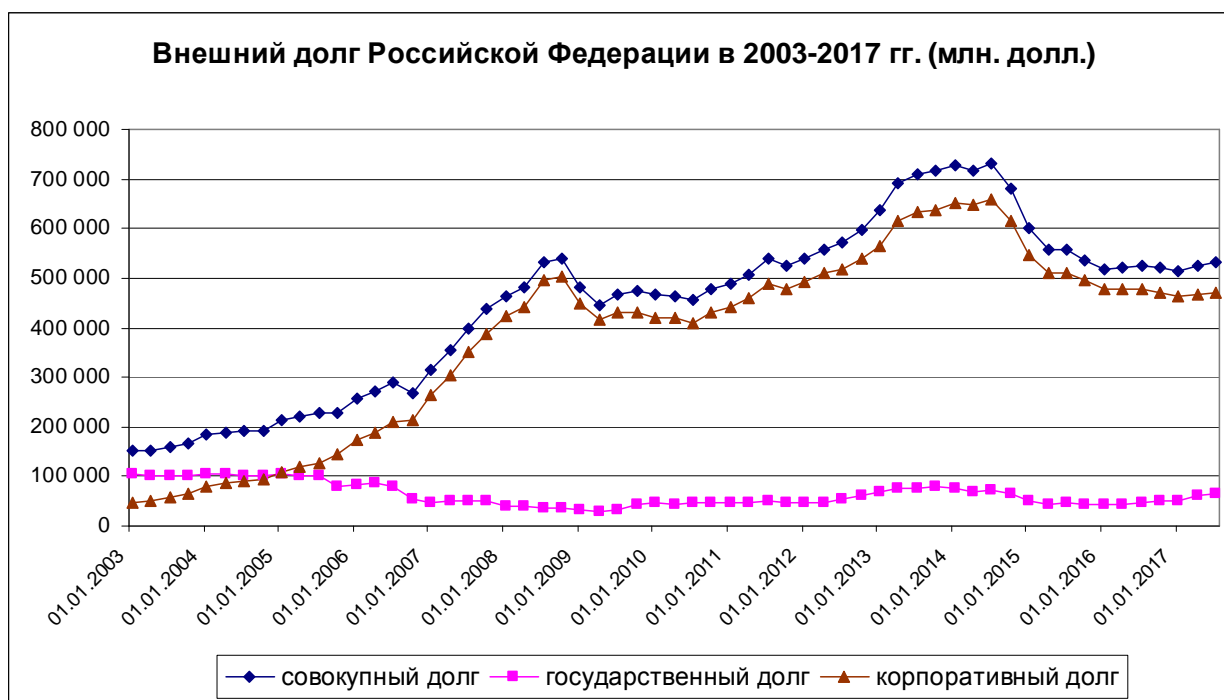
Особо следует отметить сокращение внешних обязательств России, связанное с выплатой внешнего долга. В период перед кризисом 2014-2016 гг. экономические агенты, особенно нефинансовые предприятия, активно наращивали внешнюю задолженность (см. Рисунок 13). Ограничение возможностей рефинансирования внешнего долга в связи с санкциями привело к его активному сокращению экономическими агентами: в период с 1 января 2014 г. по 1 июля 2017 г. корпоративный внешний долг (банков и прочих секторов экономики) снизился на 28%. При этом в первом полугодии 2017 г. произош-

¹⁸ https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/02/20/678313-ipo-spo-rossiiskih-emitentov?utm_medium=more&utm_source=rnews#/galleries/140737493146678/fullscreen/1

¹⁹ <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2017/11/07/740669-krupneishie-ipo>

ло увеличение внешнего долга государства (на 24,2%), который пока не попадает под действие санкций.

Рисунок 13



Источник: данные Банка России (<http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs>).

Еще одной особенностью кризисных явлений стало значительное сокращение *накопленных активов* за рубежом (на 20% за 2014-2015 гг., см. Таблицу 10). При этом в снижение размера российских активов за рубежом наибольший вклад внесли резервные активы государства. В течение 2014-2015 гг. их величина уменьшилась на 27,7%. То есть это сокращение вызывалось главным образом проводившейся валютной политикой (см. ниже). Накопленные прямые инвестиции за рубежом сократились за тот же период на 23%, прочие – на 16%. При этом портфельные инвестиции выросли на 22% (см. Таблицу 10).

Таблица 10

**Накопленные иностранные активы РФ, млн долл.,
на начало соответствующего года**

	2014	2015	2016	2017
Всего	1 474 598	1 275 056	1 173 322	1 232 675

Прямые инвестиции	479 501	411 270	367 593	419 453
Портфельные инвестиции	53 743	56 629	68 119	72 060
Финансовые производные	5 932	17 565	11 146	6 857
Прочие инвестиции	425 827	404 132	358 066	356 563
Резервные активы	509 595	385 460	368 399	377 741

Источник: Международная инвестиционная позиция Российской Федерации в 2014-2016 гг.: иностранные активы и обязательства на начало года (www.cbr.ru).

Вынужденное (в условиях сохранения действия международных санкций) погашение внешних обязательств явилось главной причиной того, что российский частный сектор вывез за период с 2014 по первое полугодие 2017 гг. 246 млрд. долл. (за тот же период размер корпоративного долга сократился на 182,2 млрд. долл.). Основное сокращение долга наблюдалось с середины 2014 г. по начало 2016 г., вместе с тем, чистый отток капитала, хотя и в уменьшенном виде, но сохраняется (так, за третий квартал 2017 г. он составил, по оценке, 4,9 млрд. долл.).

Для оценки санкционного эффекта применительно к международному движению капитала одним из участников авторского коллектива была разработана и применена собственная методология корреляционного анализа²⁰, состоящая из нескольких этапов:

1. На первом этапе выбирался временной интервал для исследования. Он охватывает два отрезка времени: 2011–2013 гг. в качестве периода с «гладкой» динамикой финансово-экономического развития для РФ и кризисные (включая действие санкций) 2014 – нач. 2017 гг.

2. На втором этапе в качестве индикатора финансового эффекта санкций выбирается чистый вывоз частного капитала.

²⁰ Методология разработана и дополнена, см.: Архипова В.В. Современный санкционный режим в отношении России: характеристика и глобальный аспект // Мир новой экономики. 2017. №2.

3. На третьем этапе определяются три основные группы внешних факторов (нефтяной, валютный и санкционный) и подбираются количественные индикаторы, позволяющие «уловить» их влияние на национальную экономику. В качестве показателя, отражающего воздействие нефтяного фактора, были выбраны цены на сырую нефть Europe Brent Spot Price FOB в долл. за баррель. Валютный индикатор для полноты картины исследования представлен четырьмя составляющими: 1-2) реальными эффективными валютными курсами доллара США и евро (расширенными индексами) и 3-4) номинальными курсами доллара США и евро к рублю на конец периода. Для исследования были взяты цены на нефть и курсы валют, поскольку это не только ключевые источники внешних «стрессов» для российской экономики, но и сверхчувствительные показатели, отражающие всю «гамму» многосферных (экономических, политических и т.п.) изменений на различных уровнях. Санкционный эффект выявлялся на основе остаточного принципа, после «очищения» целевых показателей от влияния нефтяного и валютного факторов.

4. На четвертом этапе на квартальных и годовых данных определялось отклонение каждого целевого показателя в течение санкционного периода от его среднего значения за 2011–2013 гг.²¹ (см. Таблицу 11).

Таблица 11

Результаты применения методологии корреляционного анализа для расчета негативного санкционного эффекта для международного движения капиталов применительно к российской экономике (по показателю чистого вывоза частного капитала)

Используемые расчетные показатели	2014	2015	2016	Итого
Отклонение от среднего за 2011–2013 гг., млрд. долл.	56	18,2	отсутствует	74,2
Воздействие несанкционных факторов	82%	62,6%	-	-
Оценка санкционного эф-	18%	37,4%	-	-

²¹ Для 2014 г. определялось отклонение целевых показателей за июль-декабрь от аналогичных квартальных показателей за 2011–2013 гг.

фекта				
Потери от санкций, млрд. долл.	10,1	6,8	отсутствует	16,9
Потери от санкций, млрд. долл. (дополнительно по недополученным ПИИ)	6,4	19,6	н.а.	26

Источники данных: <http://www.bis.org/statistics/index.htm>;
<http://www.intracen.org/layouts/CountryTemplate.aspx?pageid=47244645034&id=47244652485>; <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=svs>;
http://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm.

5. На пятом этапе рассчитывались парные коэффициенты корреляции Пирсона на помесечных прологарифмированных данных между целевым показателем, с одной стороны, и факторным индикатором, с другой стороны. Всего отдельно для каждого из 3-х интервалов санкционного периода (июль–декабрь 2014 г., 2015 и 2016 гг.) брались пять коэффициентов корреляции (один с учетом нефтяного фактора и четыре с учетом составляющих валютного индикатора) для анализируемого индикатора. Далее 5 коэффициентов корреляции сводились в один комбинированный (см. воздействие несанкционных факторов в Табл. 11), путем взятия максимального среди них значения.

6. На шестом этапе из отклонений целевого показателя от среднего за 2011–2013 гг. вычиталось воздействие несанкционных факторов. Подчеркнем, что за санкционный период происходило «наложение» влияния внешних «шоков» на российскую экономику: так, в особенности до 2016 г. развитие санкционных мер совпало по времени со снижением цен на нефть. Отметим, что на пункты 3-4 компонент валютного индикатора, согласно нашим выводам, в период с июля 2014 по нач. 2017 гг. преимущественное воздействие оказали динамика цен глобального нефтяного рынка и отмена политики «количественного смягчения» в США (примерно на 95%) и вероятно слабое влияние антиросийских санкций (5%), которое нивелируется за счет взятия комбинированного коэффициента корреляции или же может быть ин-

терпретироваться как допустимая ошибка расчета. В остатке получалась примерная оценка чистого негативного санкционного эффекта.

Негативный эффект от санкций на международное движение капитала проявился наиболее сильно в период с IV квартала 2014 г. по II квартал 2015 г. и обернулся чистым вывозом частного капитала в размере приблизительно 17 млрд. долл., или около 23% от суммарного дополнительного вывода финансовых ресурсов за рубеж, из которого в среднем за рассматриваемый период 57% капитала вывезли банки. По относительным показателям наиболее «острый» период отрицательного финансового эффекта от санкций пришелся на 2015 г., а по абсолютным - на 2014 г. Это может быть обусловлено тем, что среди экономических индикаторов финансовые реагируют на внешний «стресс» с меньшим временным лагом. Более того, использование тех же коэффициентов корреляции при анализе чистого притока прямых иностранных инвестиций в Россию по предложенной схеме расчетов показало, что недополученные вследствие санкций ПИИ составили около 26 млрд. долл. за 2014–2015 гг., или 29,6% общей суммы потерянных ПИИ²².

²² Авторские оценки по данным:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/weoselser.aspx?c=922&t=1>;

<http://www.intracen.org/layouts/CountryTemplate.aspx?pageid=47244645034&id=47244652485>; см. Таблицу 11.

V. Ухудшение политических и экономических отношений с Украиной

Воздействие «украинского» шока на российскую экономику осуществлялось по торговому и инвестиционно-финансовому каналу, затронуло взаимодействие в сфере транзита и привело к разрушению кооперационных связей.

Во внешней торговле произошло обвальное снижение российско-украинского товарооборота, резко сократился российский экспорт. Двусторонняя торговля за три года сжалась по стоимости почти на 30 млрд. долл.: с 39,6 млрд. долл. в конце 2013 г. до 10,1-10,2 млрд. к концу 2016 г. При этом Украина переместилась с 5-6-го на 14-е место в рейтинге внешнеторговых партнеров России с удельным весом менее 2% вместо прежних 4-5%. Экспорт России сократился с 23,8 млрд. долл. в 2013 г. до 6,3 млрд. в 2016 г., а импорт из Украины снизился с 15,8 млрд. долл. до 3,95 млрд. Россия сохраняет положительное сальдо торговли с Украиной, однако оно сократилось с 8 до 2,4 млрд. долл.

Россия утратила важные экспортные товарные рынки в Украине. Ключевая статья российских потерь - это экспорт газа. В лучшие времена Украина закупала у России ежегодно до 40 и более млрд. куб. м газа²³. В 2013 г. импорт составлял всего 25,8, а в 2015 г. – только 6,1 млрд. куб. м. С 2016 г. и по настоящее время, несмотря на действующее до 2019 г. двустороннее соглашение²⁴, Украина не покупает газ у «Газпрома», переориентировавшись на реверсные поставки российского газа из стран ЕС. «Газпром» подал судебный иск в Стокгольмский арбитраж, оценив недополученную

²³ Именно такой объем импорта из России зафиксирован в качестве минимально необходимого Украине в долгосрочном газовом соглашении, заключенном между «Газпромом» и «Нафтогазом» на 10 лет (2009-2019 гг.). В одном из условий этого контракта, а именно «бери или плати» (take or pay) фигурирует цифра в 33 млрд. куб. м российского газа, а при импорте ниже этого объема предусмотрены штрафы.. – *примеч. авт.*

²⁴ Официально «Газпром» сейчас не поставляет газ для внутренних потребностей Украины, а только транзитирует его в Европу. Неофициально «гуманитарный» газ поставляется с февраля 2015 г для республик ЛНР и ДНР- 2,39 млрд. куб. м (2016 г.). Точные цены поставок не известны.

прибыль в 37 млрд. долл., включающую потери от сокращения объемов поставок ниже минимально установленного уровня, а также заниженные цены. Украинская сторона подала встречный иск, настаивая на пересмотре «несправедливых цен». Финансовые требования «Нафтогаза» по контракту на поставку газа составили 18,1 млрд. долл., из которых 14,2 млрд. долл. относятся к вопросу о ценах на газ, закупленный Украиной в период с 20 мая 2011 г. по октябрь 2015 г.

После консервации в результате боевых действий на Донбассе принадлежащего «Роснефти» Лисичанского НПЗ (Луганская область) сократились экспортные объемы поставок нефти и нефтепродуктов из России в Украину. Компания «Лукойл», которой принадлежали 240 АЗС и 6 нефтебаз на территории Украины, вынуждена была уйти с рынка после многочисленных акций «активистов» по блокаде автозаправочных станций.

Серьезной потерей стала утрата Россией долговременных и прочных позиций в сфере атомной энергетики. Американская компания Westinghouse, производящая топливные сборки для блоков АЭС, вытесняет с украинского рынка российскую компанию «ТВЭЛ», поставляя уже 30% ядерного топлива для украинских АЭС и планируя увеличить этот показатель до 100%, хотя безопасность использования американского топлива на советских реакторах вызывает большие вопросы.

В 2016 г. правительство Украины, мотивируя этот шаг «угрозой национальной безопасности», запретило деятельность на своей территории 243 российских компаний из-за их сотрудничества с предприятиями на неподконтрольной Киеву территории Донбасса. В мае 2017 г. ограничения распространились на 468 компаний, против которых применены персональные специальные экономические и другие ограничения (санкции). Среди мер воздействия названы временная блокировка активов этих компаний; ограничения торговых операций; запрет на участие в государственных закупках; приостановка исполнения экономических и финансовых обязательств и проч. Для каждого предприятия – свой срок действия санкций (также различается и

набор ограничений). Например, в отношении автоконцерна ГАЗ такие санкции введены на 3 года (до конца 2018 г.). В итоге многие российские предприятия фактически лишились украинского рынка сбыта своей продукции.

Крупная статья потерь России связана с сокращением кооперационных связей вплоть до полного прекращения военно-технического сотрудничества. По оценке специалистов Всероссийского научно-исследовательского конъюнктурного института (ВНИКИ), производственно-технологическая кооперация между Россией и Украиной была практически разрушена уже к 2015 г.: оборот машино-технической продукцией упал на 42,4%²⁵. Особую угрозу создало прекращение военно-технической кооперации. От разрыва связей пострадали 79 украинских и 859 российских оборонных предприятий. До разрыва кооперационного сотрудничества удельный вес Украины в российском ОПК составлял около 3,5%. По оценкам вице-преьера России Д. Рогозина, в 2014 г. замене на отечественные аналоги подлежали 700 украинских образцов комплектующих, используемых в российском вооружении²⁶. Военное эмбарго Киева коснулось каждого пятого военного заказа для ВВС и ВМФ России²⁷. Особые проблемы были связаны с прекращением украинских поставок для военного судостроения, авиации, ракетостроения.

Тем не менее, несмотря на существенное сокращение объемов взаимодействия, после достижения в 2016 г. «дна» взаимная торговля России и Украины растет. В январе-июне 2017 г. взаимный товарооборот в годовом исчислении возрос на 32% до 5,71 млрд. долл., экспорт из России на Украину – на 33,5% (до 3,6 млрд. долл.), импорт из Украины в Россию – до 2,2 млрд. долл. Доля Украины в суммарном обороте внешней торговли России в I полугодии 2017 г. не изменилась и составила 2,1%²⁸. На довольно высоком уровне сохраняется «теневая» торговля с Россией, не отражаемая в офици-

²⁵ Доклад к экспертному совету Центра международной торговли. М.: ВНИКИ МВЭС, 2015. (руководитель – А.Н.Спартак). Цит. по: <http://top.rbc.ru/economics/27/05/2015/5564987819a79408f007>.

²⁶ Виноградова Е., Бурлакова Е., Никольский А. Почему санкции против России внешне неэффективны // Ведомости. 2017, 13 августа.

²⁷ Мухин В. Подножка российской оборонке // Независимая газета. 2014. 18 июня.

²⁸ Данные ФТС (<http://www.vestifinance.ru/articles/89399>).

альной статистике (товарооборот через третьи страны и контрабанда). Размер неучтенной части российско-украинского товарооборота эксперты оценивают в 10-20%²⁹.

В сфере транзита Россия несет потери, связанные с ненадежностью украинского маршрута по техническим и геополитическим причинам³⁰, а также с невыполнением Украиной контрактных условий. В начале 2016 г. украинская сторона повысила ставку транзита за транспортировку газа «Газпромом» в Европу в 1,8 раза — с 2,5 долл. за тыс. куб.м. на 100 км транспортировки до 4,6 долл. «Газпром» оценил дополнительные расходы только за I квартал 2016 г. в 165,91 млрд. руб., или примерно в 2,55 млрд. долл. по текущему курсу.³¹ Если до подорожания украинский газопроводный транзит стоил концерну в среднем около 2 млрд. долл. в год,³² то сейчас его стоимость приближается к 5,5-6 млрд. долл. При этом сумма исковых претензий компании «Нафтогаз Украины» (в связи с якобы низкими транзитными тарифами) к «Газпрому» по контракту на транзит российского газа за период с 2009 г. и по июль 2016 г. достигла 10,2 млрд. долл.³³ В этих условиях, по мнению ряда экспертов, существует риск отбора Украиной транзитного газа, предназначенного для европейских потребителей, в счет штрафов, выставленных украинской стороной «Газпрому»³⁴.

С учетом этих угроз российский концерн инвестирует значительные средства в строительство альтернативных трубопроводов в Европу («Северный поток - 2» и «Южный поток»). В настоящее время, однако, дополнительные затраты концерна «Газпром» включают и прирост стоимости тран-

²⁹ Коринь Н. Российско-украинская торговля идёт на дно? (<http://odnarodyna.org/content/rossiysko-ukrainskaya-torgovlya-idyot-na-dno/31/01/2017>).

³⁰ Газотранспортная система Украины сильно изношена, модернизация из-за отсутствия средств не проводится; правые активисты могут устроить провокации и блокаду в любой момент.

³¹ <http://iz.ru/news/646235>.

³² Украина неплохо зарабатывала на транзите российского газа. В 2009 г. Украина получила от Газпрома за это около 1,7 млрд. долл., а в 2013 г. — 3,6 млрд. долл. Однако Нафтогаз хочет еще больше.

³³ Общий иск НАК «Нафтогаз Украины» к российскому «Газпрому» в рамках процесса в Стокгольмском арбитраже по состоянию на 31 июля 2016 г. вырос до 28,3 млрд. долл. Требования «Нафтогаза» по контракту на поставку газа составили 18,1 млрд. долл., из них - 14,2 млрд. долл. относятся к вопросу цен на газ, закупленный Украиной в период с 20 мая 2011 г. по октябрь 2015 г.. В свою очередь, требования по транзитному контракту к «Газпрому» составили 10,2 млрд. долл. См. Годовой отчет НАК «Нафтогаз Украины» за 2016 г. (http://advis.ru/php/view_news.php?id=A13A0E20-472D-6540-9320-25B448FD5CF9).

³⁴ <http://tass.ru/ekonomika/4298108>.

зита на 3,5-4 млрд. долл. в год, и миллиардные инвестиции в новые трубопроводы.

В условиях конфликтных отношений с Украиной российская сторона сталкивается с осложнениями при транзите и других экспортных ресурсов. После 2014 г. украинская сторона увеличила тарифы на прокачку аммиака по уникальному аммиакопроводу от Тольятти до Одессы более, чем в 3 раза, в результате чего «Тольяттиазот» терпит убытки и даже останавливал работу из-за остановки транзита. В этих условиях предприятие подготовило проект строительства новой ветки аммиакопровода от Воронежа до порта Тамань в Краснодарском крае, в обход Украины³⁵.

В целях снижения транзитных рисков для пассажиров и грузоперевозок в кратчайшие сроки был построен новый участок железной дороги в обход Украины (Луганской обл.) от Журавки (Воронежская обл.) до Миллерово (Ростовская обл.) Обводной участок должен обеспечить независимость от прохождения границы Украины для всех поездов, следующих из центральных районов России на Юг³⁶.

В финансово-кредитной сфере размер ущерба от обострения российско-украинских отношений превысил 10 млрд. долл. Во-первых, не урегулирована проблема возврата госдолга в размере 3 млрд. долл. («долг Януковича»)³⁷. Несмотря на то, что Россия выиграла разбирательство в Высоком суде Лондона, Минфин Украины в настоящее время обжалует это решение³⁸.

Большой ущерб нанесен российским банкам с участием госкапитала. До кризиса доля банков с государственным российским капиталом в активах

³⁵ Интерфакс. Экономика. 2016. 9 июня (<http://www.interfax.ru/business/512739>).

³⁶ <http://allpravda.info/zheleznaya-doroga-vobkhod-ukrainy-vvedena-vstroy-44647.html>.

³⁷ В декабре 2013 г. Россия за счет средств государственного Фонда национального благосостояния предоставила правительству Украины кредит на двухлетний срок под 5% годовых в форме выкупа украинских еврооблигаций на Ирландской фондовой бирже. Срок их погашения истек 20 декабря 2015 г., но дефолт Украина не объявила, а добивалась реструктуризации долга на условиях, по которым были реструктурированы долги коммерческим кредиторам (списание 20% основной суммы). Россия на это условие не согласилась, однако предлагала еще в 2015 г. урегулировать долг в досудебном порядке. Украине было предложено выплачивать долг по частям – по 1 млрд. долл. в год, под гарантии международных финансовых организаций (<http://www.utro.ru/articles/2015/11/16/1261086.html/>). Поскольку это предложение украинские власти не приняли, Россия обратилась с иском в Высокий суд Лондона, который обязал Киев выплатить Москве долг полностью и проценты по еврооблигациям – 325 млн. долл.

³⁸ <https://www.bfm.ru/news/355475>.

банковской системы Украины составляла 10,8%, в розничных депозитах – 7%, на рынке корпоративных вкладов – 6,1% (2014 г.). Изменения политической ситуации и экономический кризис ослабили их позиции, однако доля государственных российских банков на украинском рынке депозитов населения в 2014-2016 гг. сократилась всего лишь с 7 до 5,2%, на рынке корпоративных вкладов – с 6,1 до 3,7%, в активах – с 10,8 до 8,8%³⁹.

После появления информации об обслуживании «Сбербанком» клиентов, предъявляющих паспорта непризнанных республик ЛНР и ДНР (март 2017 г.), руководство Украины ввело ограничения на деятельность 5 российских банков, заключающиеся в запрете любых финансовых операций в пользу материнских структур, находящихся на территории России. Запрет на вывод финансовых средств за пределы Украины, на выплату дивидендов, процентов, на возвращение межбанковских депозитов и кредитов, денег с корреспондентских счетов субординированного долга, ограничения на распределение прибыли фактически лишил российские банки в Украине возможности вести бизнес, а потому их дальнейшее присутствие в стране потеряло смысл для акционеров. В результате ряд российских банков, в частности, Сбербанк и ВТБ, выбрали вариант продажи своих дочек⁴⁰.

После ограничений деятельности банков, в 2017 г. в Украине активно осуществлялось давление на нефинансовые предприятия с участием российского капитала: пикетированию со стороны национал-активистов были подвергнуты объекты малого и среднего бизнеса (кофейни, рестораны, торговые комплексы, магазины), которые они ассоциируют с Россией.⁴¹ Возможные потери России в имущественной сфере связаны с потенциальной угрозой национализации российской собственности и конфискацией имущества российского бизнеса в Украине. В 2015 г. Украина уже предпринимала попытки национализировать все российское имущество, находящееся на тер-

³⁹ Экономика санкций. Что будет с российскими банками в Украине. (www.epravda.com.ua).

⁴⁰ <http://www.vestifinance.ru/articles/83184>.

⁴¹ Соловьева О. Российский бизнес гонят с Украины (www.ng.ru/economics/2017-03-28/1_6959_ukraina.html/).

ритории страны (соответствующий законопроект вносился в Верховную Раду)⁴², однако тогда национализация не состоялась (парламент отклонил законопроект). Тем не менее, угрозы национализации сохраняются. Сложившиеся в настоящее время некомфортные условия для ведения бизнеса вынуждают многих предпринимателей продавать активы по заниженной стоимости. В целях самосохранения крупный бизнес в Украине «маскируется»: российские дочерние компании сменили названия, а их формальными владельцами вместо россиян стали граждане Кипра и других государств.⁴³

Крупный российский бизнес, представленный компаниями «Роснефть», «Лукойл», «Русал», «Мечел», «Евраз», «Вымпелком», МТС, сохраняет пока важные активы на территории Украины, некоторые в частично законсервированном виде (например, металлургические заводы). Российский бизнес до недавнего времени оставался крупнейшим инвестором в экономику Украины, сократив за 2014-2015 гг. свою долю в иностранных инвестициях всего с 6,8 % до 6,1 %. Большая часть российских инвестиций вложены в капитальные активы, которые сложно быстро вывести в кризис. В то же время, в отдельных областях экономики, например, в телекоммуникационном секторе некоторые российские компании даже смогли к 2016 г. укрепить свое положение.

⁴² В Верховную Раду 31 марта 2015 г. О. Ляшко был внесен законопроект «О национализации имущества государства-агрессора и его резидентов». Под закон попадает любое недвижимое и движимое имущество, банковские вклады и любые активы, принадлежащие гражданам РФ «непосредственно или через аффилированных лиц». Как сказано в документе, изъятие активов должно происходить без какой-либо компенсации.

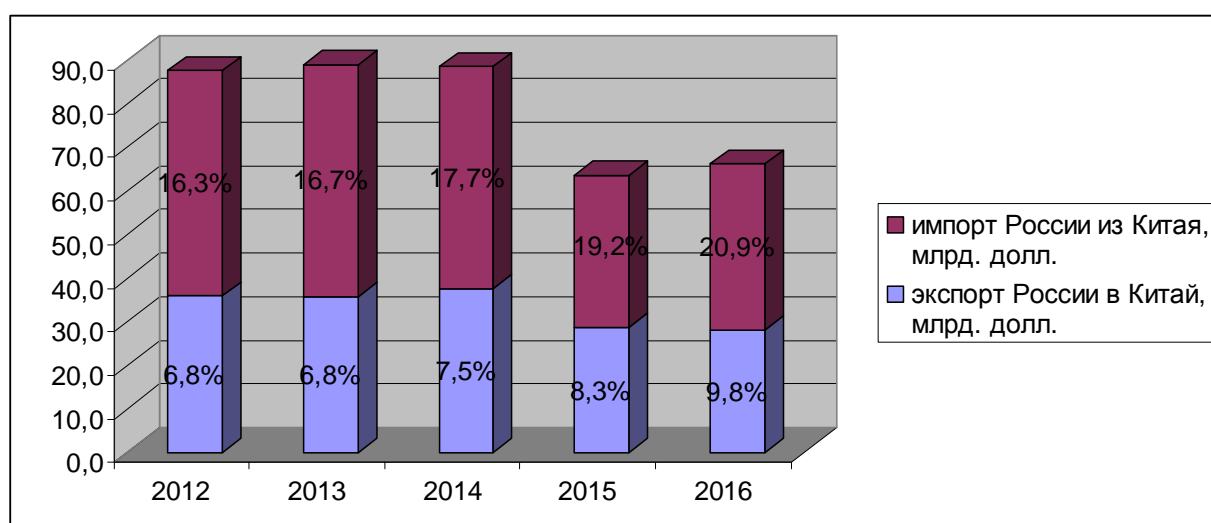
⁴³ http://hyser.com.ua/business_and_finance/kak-v-ukraine-maskiruetsya-rossijskij-biznes-108913.

VI. Влияние изменений в китайской экономике

Замедление китайской экономики оказывало воздействие на экономику России преимущественно по торговому и инвестиционному каналам. Следует, однако, отметить, что влияние это было опосредованным и распространялось преимущественно через цены на основные экспортируемые Россией товары (нефть, металлы и пр.). Так, несмотря на снижение темпов роста китайской экономики и кризисные явления в российской, значение Китая как одного из важнейших торговых партнеров России, непрерывно росло все последние годы. Доля Китая во внешнеторговом обороте России повысилась с 10,4% в 2012 г. до 14,7% в январе-октябре 2017 г.⁴⁴. В 2015-2016 гг. произошло обвальное снижение стоимостных показателей экспорта и импорта России в торговле с Китаем, однако темпы падения уступали аналогичному показателю для всех стран мира, что привело к повышению доли Китая как в экспорте, так и в импорте России (см. Рисунок 14 и Таблицу 12).

Рисунок 14

Динамика взаимной торговли России и Китая и удельного веса Китая в общем объеме экспорта и импорта России (в %) в 2012-2016 гг.



Источник: Данные ФТС России.

⁴⁴ По данным ФТС (http://customs.ru/index.php?option=com_content&view=article&id=13858&Itemid=2095).

Темпы прироста основных показателей торговли России с Китаем и странами дальнего зарубежья (в % к аналогичному периоду предыдущего года) и доля Китая в общих объемах экспорта, импорта и товарооборота России в 2015-2016 гг.

	Китай						Весь мир, темпы прироста, %		
	Экспорт		Импорт		Оборот		Экспорт	Импорт	Оборот
	Δ, %	Доля, %	Δ, %	Доля, %	Δ, %	Доля, %			
I квартал 2015	-24,06	7,76	-44,18	21,28	-36,09	11,61	-28,35	-39,34	-31,87
II квартал 2015	-28,95	7,88	-27,07	18,91	-27,94	11,54	-28,97	-37,75	-32,14
III квартал 2015	-23,06	8,61	-38,01	17,17	-31,44	11,52	-33,14	-40,76%	-35,94
IV квартал 2015	-20,41	8,57	-27,31	20,07	-24,58	12,86	-31,12	-31,50	-31,26
2015	-23,74	8,33	-31,31	19,13	-29,21	12,02	-30,87	-36,11%	-32,67
	Китай						Весь мир		
	Экспорт		Импорт		Оборот		Экспорт	Импорт	Оборот
	Δ, %	Доля, %	Δ, %	Доля, %	Δ, %	Доля, %			
I квартал 2016	-20,93	9,86	-12,81	23,04	-16,69	14,34	-37,78	-19,47	-32,56
II квартал 2016	-12,93	9,70	-12,38	18,52	-12,63	13,09	-29,21	-10,54	-23,02
III квартал 2016	-8,00	10,08	12,37	19,68	2,33	13,83	-21,42%	-1,98	-14,80
IV квартал 2016	12,42	9,73	22,16	22,42	18,09	14,77	-1,05%	9,35	2,83
2016	-2,03	9,82	8,97	20,90	1,42	14,15	-16,90%	-0,25	-13,90

Примечание: Δ – темпы прироста.

Источник: данные Центрального банка РФ.

Изменения в китайской экономике не оказали заметного влияния на Россию по инвестиционному каналу. Удельный вес Китая в общем объеме иностранных инвестиций в Россию резко возрос в 2014 г. и 2015 гг. (с менее 1% до 5,8 и 9,4% соответственно), однако к 2016 г. сократился до 1%. Подобная динамика была обусловлена главным образом особенностями взаимодействия России с западными странами и крупными российско-китайскими сделками, а не внутрикитайскими факторами. Доля инвестиций из России в

Китай стабильно находится на низком уровне – 0,05% и 0,03% в 2015 г. и 2016 г. соответственно. В кризисные для российской экономики 2015-2016 гг. наблюдалась закономерная тенденция снижения взаимных инвестиций России и Китая (см. Таблицу 13).

Таблица 13

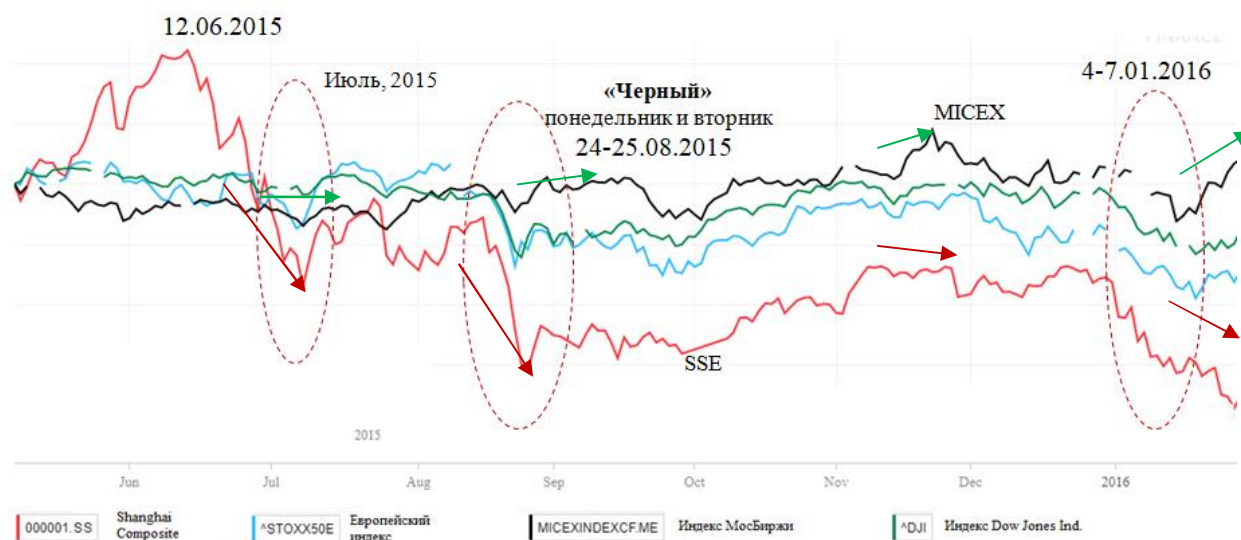
Темпы прироста прямых иностранных инвестиций (в % к аналогичному периоду предыдущего года)

<i>из России</i>	I квартал 2015	II квартал 2015	III квартал 2015	IV квартал 2015	2015
страны дальнего зарубежья	-84,71%	-64,15%	-43,85%	-63,28%	-65,00%
Китай	-96,48%	-66,64%	-78,90%	-81,30%	-79,79%
<i>в Россию</i>					
страны дальнего зарубежья	-81,19%	-105,15%	50,60%	-410,70%	-71,00%
Китай	-80,65%	-49,67%	1505,37%	295,86%	-49,23%
<i>из России</i>	I квартал 2016	II квартал 2016	III квартал 2016	IV квартал 2016	2016
страны дальнего зарубежья	168,0%	40,6%	-69,0%	-7,2%	4,2%
Китай	6,9%	-95,5%	4,9%	321,4%	-46,2%
<i>в Россию</i>					
страны дальнего зарубежья	-100,7%	-1265,9%	-1302,2%	304,1%	412,2%
Китай	-38,7%	44,6%	45,4%	-99,8%	-46,5%

Источник: данные Центрального банка РФ.

На падение китайского фондового рынка летом 2015 г. российские фондовые индексы отреагировали некоторым увеличением волатильности, но значительного спада не наблюдалось (см. Рисунок 15). Третья волна спада фондовых индексов в Китае пришлась на праздничные дни в России, и падение фондового индекса между показателями конца 2015 г. начала января 2016 г. составило 3%. В целом, значительного спада на российской бирже, вызванного турбулентностью на фондовом рынке Китая, не отмечалось.

Реакция российского фондового рынка на динамику китайского фондового рынка в 2015-2016 гг.



Источник: yahoo.finance.

От турбулентности на китайском фондовом рынке в первую очередь пострадали те российские компании, которые активно торговали на Шанхайской и Гонконгской фондовых биржах. Здесь необходимо принимать во внимание разделение специализации двух китайских бирж: Шанхайская фондовая биржа условно считается «внутренней», а Гонконгская – «внешней»⁴⁵, при этом прослеживается явная взаимосвязь и взаимовлияние показателей на двух биржах.

Наиболее важным каналом воздействия, хотя главным образом косвенного, замедления в китайской экономике и падения фондовых индексов Китая на экономику России стало отмечавшееся выше их влияние на цену на нефть в мировой экономике. Следует также отметить информационный канал, связанный с повышением неопределенности относительно динамики

⁴⁵ Ардаев В. Как обвал китайских рынков повлияет на Россию (<https://ria.ru/analytics/20150804/1162022316.html>).

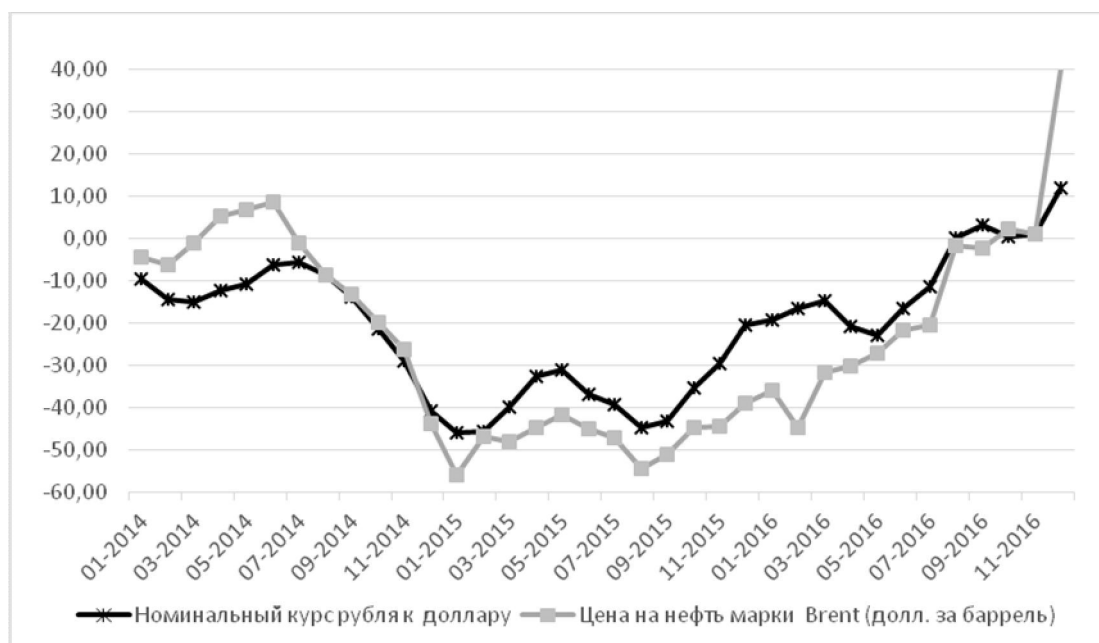
экономики Китая и принятием соответствующих инвестиционных решений, а также выстраивания долгосрочной стратегии взаимодействия двух стран.

VII. Воздействие внешних шоков на валютный курс

Период 2014-2016 гг. характеризовался высокой волатильностью курса рубля, вызванной в значительной степени воздействием анализируемых внешних шоков. В целом динамика валютного курса рубля во многом следовала за динамикой мировой цены на нефть (см. Рисунок 16), однако она испытывала влияние и других внешних шоков, а также динамики внутренних экономических показателей и изменений в валютной политике.

Рисунок 16

Темпы прироста цены на нефть и курса рубля к доллару (в % по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года)



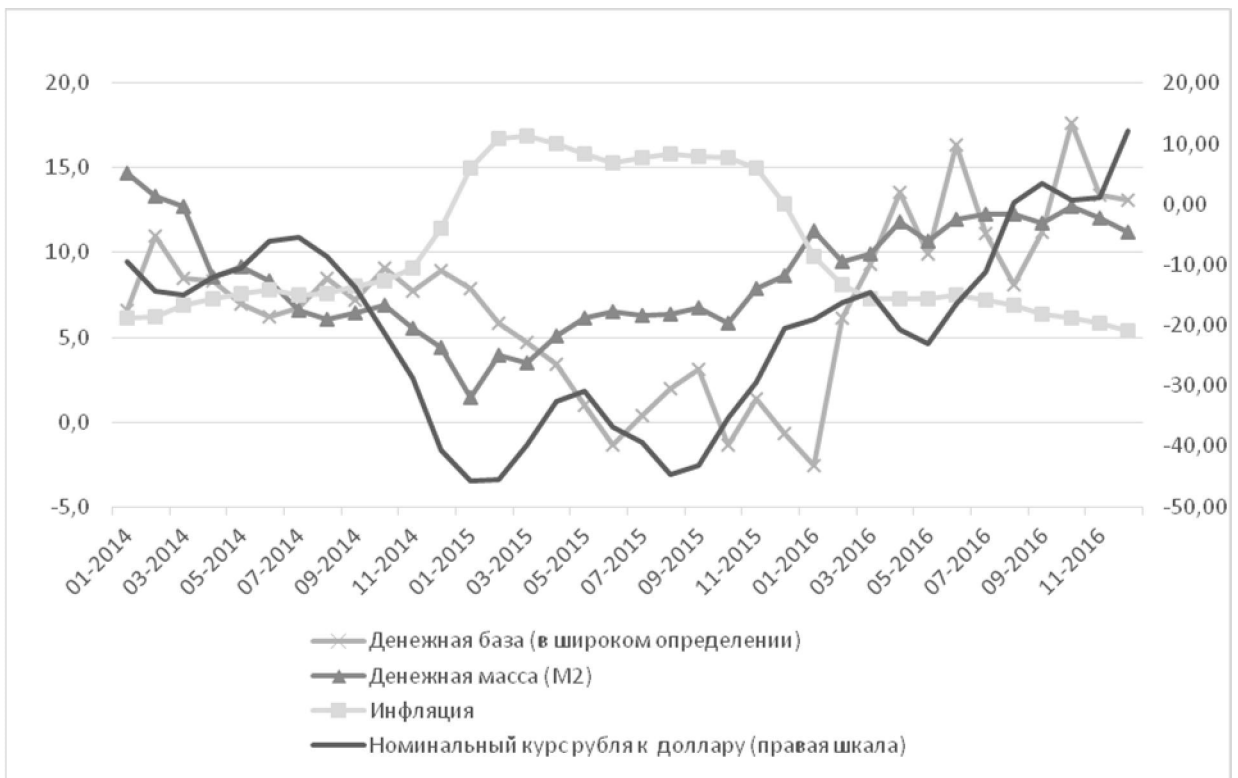
Источник: рассчитано на основе данных U.S. Energy Information Administration
(<https://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RB RTE&f=M>).

Резкий спад цены на нефть во второй половине 2014 г. (с июня по декабрь 2014 г. цена на нефть сократилась на 44%) и сохранение до осени 2016 г. отрицательных темпов прироста цены на нефть по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (см. Рисунок 16), а также значительное сокращение трансграничных потоков капитала (особенно его притока) по сравнению с 2013 г., в том числе под воздействием санкций (см. выше), имели негативное воздействие на курс национальной валюты. Во 2-й половине 2016 г. обменный курс рубля характеризовался большей стабильностью, чем в предыдущие периоды, чему способствовали рост цен на нефть, положительная ставка процента в реальном выражении и адаптация экономических агентов к волатильности курса.

Обесценение национальной валюты во второй половине 2014 г. - начале 2015 г. вызвало увеличение темпа инфляции, о чем свидетельствует его рост на фоне сокращающихся темпов прироста монетарных показателей (денежной базы и денежной массы) (см. Рисунок 17).

Рисунок 17

Динамика темпов инфляции, темпов прироста монетарных показателей и валютного курса рубля (в % по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: данные Банка России и расчеты автора на их основе (http://www.cbr.ru/statistics/infl/Infl_01122016.pdf, <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=dkfs>).

Падение курса рубля привело также к снижению доверия к национальной валюте и росту долларизации экономики. В 2014 г. чистая покупка наличной иностранной валюты населением составила 40,2 млрд. долл. по сравнению с 23,7 млрд. долл. в 2013 г. Степень долларизации российской экономики выросла с 15,7% на начало 2014 г. до 30,5% на начало 2016 г., превысив пиковое значение в период глобального экономического кризиса, и лишь затем начала плавно снижаться, а в 2017 г. стабилизировалась (см. Рисунок 18).



Источник: Банк России. Обзор банковской системы (<http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=dkfs>).

Для более детального рассмотрения взаимосвязи динамики валютного курса и экономических показателей в работе были проведены корреляционный анализ и тест Гранжера на наличие причинно-следственной связи⁴⁶. Для данного анализа были взяты показатели курса национальной валюты (курс рубля к доллару и евро в номинальном и реальном выражении, реальный эффективный курс (REER)) и такие макроэкономические показатели, как:

- цена на нефть марки Brent;
- денежная база, денежная масса, широкая денежная масса;
- экспорт, импорт, сальдо торгового баланса;
- валютные интервенции;
- международные резервы,
- долгосрочная, краткосрочная и ключевая процентные ставки;

⁴⁶ Расчеты были проведены Г.Р. Оганесян.

- инфляция (индекс потребительских цен);
- инвестиции в основной капитал;
- промышленное производство (добыча полезных ископаемых, обрабатывающие производства, производство и распределение электроэнергии, газа и воды).

Для дальнейшего исследования использовались ежемесячные данные с 2014 по 2016 гг., все значения переменных рассчитаны в темпах прироста в соответствующем месяце по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года.

Таблица 14

Коэффициенты корреляции между динамикой курса рубля и макроэкономических показателей

	Номинальный курс рубля к доллару	Номинальный курс рубля к евро	REER	Реальный курс рубля к доллару	Реальный курс рубля к евро
Цена на нефть марки Brent (долл. за баррель)	0,899 (12,0)*	0,776 (7,17)*	0,780 (7,26)*	0,877 (10,63)*	0,645 (4,92)*
Денежная база (в широком определении)	0,570 (4,05)*	0,390 (2,47)**	0,360 (2,25)**	0,513 (3,48)*	0,231 (1,38)
Денежная масса (M2)	0,729 (6,20)*	0,583 (4,19)*	0,635 (4,79)*	0,708 (5,85)*	0,455 (2,98)*
Широкая денежная масса (broad money)	-0,716 (-5,98)*	-0,728 (-6,19)*	-0,659 (-5,11)*	-0,702 (-5,75)*	-0,654 (-5,04)*
ИПЦ	0,922 (13,93)*	0,988 (37,65)*	1,000 (245,14)*	0,954 (18,66)*	0,958 (19,42)*
Экспорт	0,743 (6,47)*	0,589 (4,25)*	0,583 (4,19)*	0,713 (5,94)*	0,461 (3,03)*

Импорт	0,920 (13,70)*	0,727 (6,18)*	0,747 (6,55)*	0,882 (10,94)*	0,559 (3,93)*
Сальдо торгового баланса	0,177 (1,05)	0,115 (0,67)	0,097 (0,57)	0,164 (0,97)	0,082 (0,48)
Интервенции	-0,125 (-0,74)	-0,040 (-0,24)	-0,047 (-0,27)	-0,109 (-0,64)	0,017 (0,10)
Международные резервы РФ	0,799 (7,76)*	0,622 (4,64)*	0,662 (5,15)*	0,770 (7,03)*	0,474 (3,14)*
Долгосрочная процентная ставка	-0,836 (-8,88)*	-0,822 (-8,42)*	-0,805 (-7,91)*	-0,833 (-8,77)*	-0,737 (-6,37)*
Краткосрочная процентная ставка	-0,753 (-6,68)*	-0,681 (-5,43)*	-0,744 (-6,48)*	-0,756 (-6,74)*	-0,598 (-4,36)*
Ключевая ставка	-0,660 (-5,12)*	-0,563 (-3,98)*	-0,630 (-4,73)*	-0,655 (-5,05)*	-0,471 (-3,11)*
Инфляция	-0,877 (-10,64)*	-0,642 (-4,89)*	-0,657 (-5,08)*	-0,823 (-8,44)*	-0,448 (-2,92)*
Инвестиции в основной капитал	-0,140 (-0,82)	-0,253 (-1,52)	-0,300 (-1,84)***	-0,184 (-1,09)	-0,296 (-1,81)***
Промышленное производство (индекс)	0,522 (3,57)*	0,280 (1,70)***	0,261 (1,58)	0,449 (-2,93)*	0,097 (0,57)
Добыча полезных ископаемых	0,320 (1,97)***	0,173 (1,02)	0,169 (1,00)	0,270 (1,63)	0,047 (0,28)
Обрабатывающие производства	0,525 (3,60)*	0,262 (1,58)	0,250 (1,51)	0,453 (2,97)*	0,078 (0,45)
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	0,200 (1,19)	0,279 (1,69)***	0,202 (1,20)	0,176 (1,04)	0,243 (1,46)

Примечание: значимость коэффициентов корреляции ($T_{\text{набл}}$) указана в скобках под значениями коэффициентов корреляции

Источник: рассчитано на основе данных Банка России, Росстата, Банка международных расчетов, U.S. Energy Information Administration, Организации экономического сотрудничества и развития (OECD).

Корреляционный анализ показал высокую взаимосвязь темпов прироста валютного курса и показателей индекса потребительских цен, долгосрочной процентной ставки (см. Таблицу 14). Также наблюдались достаточно высокие коэффициенты корреляции между динамикой курса рубля к доллару США и такими показателями, как цена на нефть, импорт и инфляция.

Для проверки значимости коэффициентов корреляции использовался критерий Стьюдента. Наблюдаемые значения критерия рассчитывались при нулевом порядке частного коэффициента корреляции (так как бралась парная корреляция) и числе наблюдений, равным 36. Критическое значение коэффициента Стьюдента (t-критерия) при уровне значимости 0,05 и при данном количестве наблюдений равнялось 2,03. При этом, незначимыми являлись коэффициенты корреляции, где наблюдаемые значения меньше по модулю критического t- значения, то есть значения корреляции между динамикой курса валюты и показателями сальдо торгового баланса, интервенций, инвестиций в основной капитал, промышленного производства (кроме взаимосвязи с долларом).

Также, был проведен тест Гранжера, который позволил выявить причинно-следственную связь между временными рядами⁴⁷.

Судя по этому тесту (с лагом в 1 месяц на 5%-ном уровне значимости), в 2014-16 гг. валютный курс рубля являлся причиной по Гранжеру колебаний инфляции и долгосрочной процентной ставки, номинальный и реальный валютный курс рубля к доллару вероятно оказывали воздействие на динамику денежной базы, экспорт, импорт и промышленное производство. Как это ни странно, тест Гранжера показал только возможное влияние динамики широкой денежной массы на темпы прироста курса национальной валюты. Не-

⁴⁷ Расчеты по тесту Гранжера приведены в Приложении.

смотря на высокую корреляцию между динамикой цен на нефть и динамикой курса рубля к доллару, тест Гранжера не выявил взаимосвязи между этими показателями, так как цена на нефть имела наибольшее воздействие на валютный курс в периоды резких спадов или резкого роста.

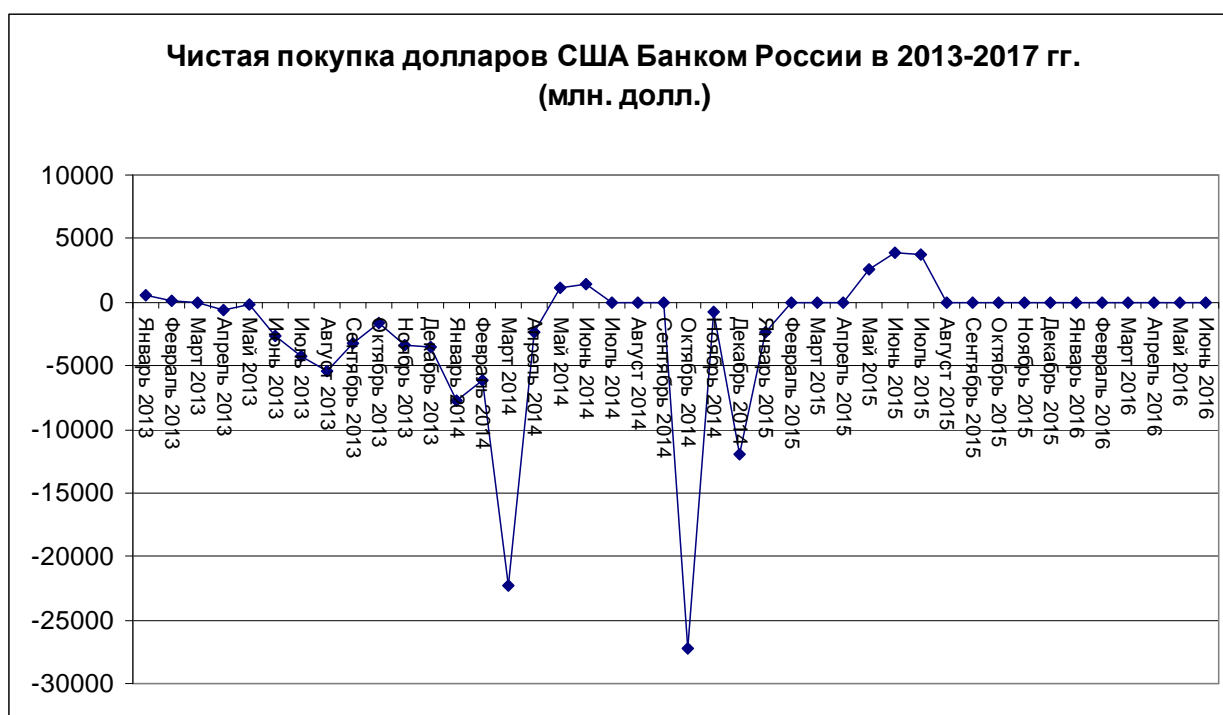
Таким образом, на основе исследования динамики курса национальной валюты и важнейших макроэкономических показателей, а также статистического анализа на основе этих данных (корреляционный анализ и тест Гранжера) можно сделать вывод, что курс рубля в 2014-16 гг. был подвержен влиянию ряда внешних и внутренних шоков. На динамике курса рубля главным образом сказывались колебания цен на нефть, трансграничные потоки капитала, объемы валютных интервенций (до августа 2015 г.), смена ориентира денежно-кредитной политики и введенные Западом санкции.

При этом, высокая волатильность курса рубля в рассматриваемый период имела негативное воздействие на темпы инфляции, денежные индикаторы (денежную массу и денежную базу), объемы импорта, экспорта (косвенное влияние) и промышленного производства, вызвала ряд финансовых угроз для экономики страны, таких как рост уровня долларизации, падение доверия к национальной валюте, рост задолженности и просроченной задолженности по кредитам в иностранной валюте. На данный момент наблюдается положительная динамика роста многих макроэкономических показателей, но многие угрозы для финансовой и экономической стабильности, связанной с волатильностью валютного курса, еще не преодолены.

VIII. Меры экономической политики, направленные на преодоление внешних шоков

Одним из первых направлений воздействия внешних шоков на российскую экономику в 2014 г. стало давление, возникшее на валютном рынке в сторону снижения валютного курса (см. Рисунки 1 и 2). Центральный банк отреагировал на него активным проведением валютных интервенций, но эти интервенции носили неустойчивый характер: они достигали существенных величин в марте и октябре 2014 г. (превысив в эти месяцы 20 млрд. долл.), тогда как, например, летом 2014 г. Центральный банк отказался от проведения интервенций, а к концу 2014 г. свел их к минимуму (см. Рисунок 19) в рамках перехода к режиму свободно плавающего валютного курса рубля.

Рисунок 19



Источник: данные Банка России
(http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=idkp_br).

Переход к режиму инфляционного таргетирования и свободно плавающему валютному курсу рубля на рубеже 2014-2015 гг., по нашему мнению, усилил негативное воздействие внешних шоков на российскую экономику. Это было вызвано в первую очередь тем, что Центральный банк позволил рублю резко обесцениться в конце 2014 г., что вызвало всплеск инфляции в начале 2015 г. При этом стимулы, созданные для экспорта падением валютного курса, были в значительной степени перекрыты сокращением спроса в национальной экономике и ростом неопределенности для экономических агентов.

Кроме того, следует отметить, что Центральный банк в 2014 г. для сдерживания падения курса рубля активно использовал такой инструмент, как повышение ключевой ставки процента. Ключевая ставка Банка России была повышена с 5,5% в начале 2014 г. до 17% в декабре 2014 г. Однако существенного сдерживающего воздействия на динамику валютного курса этот инструмент оказать не мог в силу действия экономических санкций и связанной с ними неопределенности, препятствовавшей вложениям средств иностранных инвесторов в экономику России на этом этапе.

При этом общая непоследовательность действий Центрального банка (проведение значительных интервенций или отказ от них, резкое повышение ставки процента в декабре 2014 г.) сама по себе привела к значительному росту неопределенности в экономике.

Последовавшая в 2015-2016 гг. денежно-кредитная политика, хотя и была связана с поддержкой ликвидности банковской системы и постепенным снижением процентной ставки, все же не носила стимулирующего характера в условиях кризиса. Более того, в 2016-2017 гг. снижение темпа инфляции стало опережать снижение ключевой ставки, в результате чего стала расти реальная ставка процента в экономике, сокращаться предложение кредитов и формироваться тенденция к укреплению реального валютного курса рубля.

Следует отметить, что во время кризиса 2014-2016 гг. (как и во время кризиса 2008-2009 гг.) не использовался такой инструмент регулирования,

как введению валютных ограничений на трансграничное движение капитала, который, по нашему мнению, мог бы существенно снизить издержки протекания кризиса.

Бюджетно-налоговая политика в 2014-2016 гг. содержала ряд мер, направленных на стимулирование экономики в период кризиса, но масштабы этого стимулирования были явно недостаточными. Доля расходов на национальную экономику консолидированного бюджета в ВВП на протяжении 2015-2016 гг. находилась на уровне 4,5% (соответствовавших предкризисному 2013 г.), и лишь в 2014 г. она повысилась до 5,7%.

Хотя чистое кредитование правительства увеличилось в 2015-2016 гг. до величины 3-4% ВВП, пространство для некоторого роста дефицита бюджета во время кризиса было, поскольку валовый долг правительства составлял в 2016 г. всего 17% ВВП (хотя и наблюдался существенный рост издержек по обслуживанию долга⁴⁸).

В целях преодоления негативного влияния внешних шоков, в частности, санкционной политики и изменения условий торговли, а также ухудшения отношений с Украиной, были предприняты меры по реализации политики импортозамещения. Важнейшим инструментом данной политики и непосредственной ответной мерой на применение антироссийских санкций явилось введение эмбарго (Указом Президента России от 6 августа 2014 г. «О применении отдельных специальных экономических мер в целях обеспечения безопасности Российской Федерации») в отношении ряда продовольственных товаров и некоторых видов сельскохозяйственной продукции и сырья из стран, поддержавших западный санкционный режим (контрсанкции). С 1 января 2016 г. действие российского эмбарго было распространено и на Украину. Под запрет импорта попали мясо крупного рогатого скота, свинина, рыба и ракообразные, молоко и молочная продукция, овощи, фрукты и орехи,

⁴⁸ Головин М.Ю., Лыкова Л.Н., Букина И.С. Реакция денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики России на вызовы глобализации // Финансы: теория и практика. 2017. Том 21. Вып. 5. С. 17.

колбасы и аналогичные продукты из мяса, творог и сыры (за исключением безлактозных) и пр.

В рамках политики импортозамещения были также предприняты и конкретные шаги по поддержке отечественных производителей. В частности, в целях поддержки спроса на автомобили, собранные в России, были реализованы программы утилизации, trade-in, льготного лизинга и льготного автокредитования. Помимо автомобильной промышленности, государственная поддержка отдельных отраслей промышленности коснулась транспортного, сельскохозяйственного, строительного-дорожного и коммунального машиностроения, машиностроения для пищевой и перерабатывающей промышленности. Например, в рамках Государственной программы развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2013–2020 годы предоставляются субсидии производителям сельскохозяйственной техники⁴⁹.

Отдельным направлением политики импортозамещения явилось создание предприятий, производящих продукцию, запрещенную к ввозу в Россию в рамках санкционного режима, главным образом в ОПК. Так, например, в октябре 2016 г. на НПО «Сатурн» в Рыбинске был введен в действие комплекс по производству корабельных газотурбинных двигательных установок, которые должны заместить украинскую продукцию, а завод компании «Климов» (входит в ОДК, подконтрольную «Ростеху»), построенный под Петербургом, уже начал выпуск двигателей для российских военных вертолетов⁵⁰.

Результаты реализации политики импортозамещения, однако, остаются весьма противоречивыми. Контрсанкции в значительной степени подтолкнули продовольственную инфляцию: так, с августа 2014 г. по конец 2015 г. цены на свежие огурцы выросли более чем в три раза, помидоры – в 2,5 раза,

⁴⁹ <http://government.ru/programs/208/events/>.

⁵⁰ Виноградова Е., Бурлакова Е., Никольский А. Почему санкции против России внешне неэффективны // Ведомости. 2017, 13 августа (<https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2017/08/14/729205-sanktsii-neeftivni>).

мороженую рыбу – на 39%, яблоки – 29, картофель – 28, говядину – 24%⁵¹ (при росте индекса потребительских цен за этот период на 19,1%). Опросы промышленных предприятий, проведенные в 2015 г., показывали, что 60% из них никак не участвовали в импортозамещении в связи с отсутствием российских аналогов оборудования и сырья любого качества⁵².

В то же время, в последние годы наблюдался очевидный прогресс в производстве ряда сельскохозяйственных и продовольственных товаров, которое росло опережающими темпами. Так, например, на фоне отрицательных темпов роста ВВП в 2015 и 2016 гг. (-3,7% и -0,7%) продукция сельского хозяйства возросла на 2,6 и 4,8% соответственно⁵³. В частности, за 2 кризисных года производство мяса крупного рогатого скота возросло на 5,1% (2016 г. по сравнению с 2014 г.), охлажденной свинины – на 35%, мяса и субпродуктов пищевых домашней птицы – на 12,3%, рыбы свежей – на 14,8%, филе рыбного мороженого – на 28,5%⁵⁴ (см. Таблицу 15). Доля импорта в товарных ресурсах мяса и птицы сократилась с 19,6% в январе-сентябре 2014 г. до 10,4% в январе-июне 2017 г., говядины – с 59,1 до 45%, свинины – с 17 до 9,4%, мяса птицы – с 9,8 до 4,6%⁵⁵.

Таблица 15

Производство основных видов импортозамещающих пищевых продуктов в Российской Федерации (тыс. т).

	2012	2013	2014	2015	2016
Мясо крупного рогатого скота парное, остывшее, охлажденное	178	199	185	203	195
Мясо крупного рогатого скота подмороженное, замороженное, глубокой заморозки	36,0	41,6	43,2	51,7	43,2

⁵¹ Дробница И.К. Российское продовольственное эмбарго: поддержка отечественного производителя или тяготы для потребителя? // БИКИ. 2015. № 4. С. 89.

⁵² Оперативный мониторинг экономической ситуации в России. М.: ИЭП, РАНХиГС, ВАВТ. 2015, № 13 (октябрь). С. 15.

⁵³ Информация о социально-экономическом положении России. М.: Федеральная служба государственной статистики (Росстат), 2016 (http://www.gks.ru/free_doc/doc_2016/info/oper-12-2016.pdf).

⁵⁴ Расчеты на основе данных Федеральной службы государственной статистики (http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/importexchange/#).

⁵⁵ Данные Федеральной службы государственной статистики (http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/importexchange/#).

и размороженное					
Свинина парная, остывшая, охлажденная	942	1232	1438	1655	1946
Свинина подмороженная, замороженная, глубокой заморозки и размороженная	58,5	67,5	97,1	108	95,7
Мясо и субпродукты пищевые домашней птицы	3405	3610	3979	4340	4468
в том числе:					
мясо парное, остывшее, охлажденное и субпродукты пищевые домашней птицы	2097	2230	2456	2715	2870
мясо подмороженное, замороженное, глубокой заморозки и размороженное и субпродукты пищевые домашней птицы	1293	1368	1508	1604	1574
Изделия колбасные	2533	2502	2475	2445	2436
Рыба живая, свежая или охлажденная	1399	1461	1168	1176	1341
Ракообразные немороженые; устрицы; водные беспозвоночные прочие, живые, свежие или охлажденные	44,5	52,7	55,5	67,9	63,6
Филе рыбное, мясо рыбы прочее, печень, икра и молоки рыбы свежие или охлажденные	16,1	18,6	21,1	18,8	20,7
Рыба (кроме сельди) мороженая, печень, икра и молоки рыбы мороженые	2337	2434	2347	2502	2606
Филе рыбное мороженое	94,3	108	110	123	141
Сельдь всех видов обработки	515	496	475	461	469
в том числе мороженая	440	426	401	395	401
Рыба (кроме сельди) соленая	42,7	46,1	39,2	33,0	29,9
Рыба (кроме сельди) копченая	61,4	63,7	61,2	57,2	52,8
Рыба сушеная и вяленая	16,2	17,7	16,9	16,1	17,2
Изделия балычные	3,7	4,2	4,0	3,2	3,3
Морепродукты пищевые	97,7	104	120	97,8	122
Плодоовощная продукция замороженная	40,2	45,3	45,8	55,4	71,7
Плодоовощные консервы, млн. усл. банок	7473	7635	7861	7248	6920
Фрукты, ягоды и орехи сушеные	4,1	10,1	12,0	12,2	11,0
Цельномолочная продукция (в пересчете на молоко), млн. тонн	11,3	11,5	11,5	11,7	11,9
Молоко жидкое обработанное	5267	5386	5349	5449	5540
Сливки	95,2	103	115	121	125
Творог	396	371	387	416	407
Масло сливочное	214	225	250	256	251
Сыры и продукты сырные	451	435	499	589	605
Продукты молочные сгущенные, млн. усл. банок	873	860	833	828	854
Продукты кисломолочные, кроме сметаны и творога	2430	2521	2520	2445	2487

Источник: Федеральная служба государственной статистики (http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/importexchange/#).

Тем не менее, в целом успехи в реализации политики импортозамещения пока носят точечный характер. Спад отечественного производства в 2014-2016 гг. еще раз со всей наглядностью показал: активно эксплуатировавшаяся на протяжении всего периода перехода к рынку экспортно-сырьевая модель экономического роста не может служить надежным основанием для стабильного развития страны в перспективе. Она может приносить ощутимый эффект лишь в условиях благоприятной конъюнктуры на основные товары российского экспорта на внешних рынках и крайне негативно сказывается на результатах внешнеэкономической деятельности бизнеса и экономическом развитии в целом в случае ухудшения «условий торговли» для России.

Снижение сильнейшей зависимости экономики страны от состояния мировой конъюнктуры возможно лишь на путях диверсификации отечественного экспорта за счет последовательного увеличения в нем доли конкурентоспособной готовой продукции, в первую очередь высокотехнологичных товаров. Диверсификации экспорта может способствовать дальнейшее усиление его государственной финансовой, промоуционной и консультационно-информационной поддержки. Но удовлетворительно решить данную задачу невозможно без преодоления технологического отставания от ведущих стран мира, создания новых и обновления действующих предприятий в обрабатывающей промышленности, для чего требуется всемерно стимулировать инвестиции в модернизацию производств.

С учетом этого императивом экономической политики становится осуществление мер, направленных на формирование благоприятного инвестиционного климата, которые, однако, не могут сводиться лишь к институциональным изменениям: обеспечению надлежащей защиты прав собствен-

ности, независимости судебной системы, серьезному сокращению масштабов коррупции, уменьшению административного давления на бизнес. Этого явно недостаточно. Требуется также обеспечить предсказуемость экономической политики, усилить противодействие монополизму, наращивание капитализации банковской системы и уменьшение стоимости заимствований, сокращение нелегальной утечки капитала за рубеж и налаживание более продуктивной работы национальной инновационной системы. Было бы также весьма важным восстановить инвестиционную льготу, расширять практику применения специальных инвестиционных контрактов, возродить уничтоженную в предыдущие годы прикладную науку с помощью государственного субсидирования отраслевых и межотраслевых ИП, не запрещаемого правилами многосторонней торговой системы. Всего этого нельзя добиться в короткие сроки, но начинать реализацию указанных мер, которые могут дать результат лишь по завершении инвестиционного цикла (через 4-7 лет), необходимо уже сейчас.

Заключение

Внешние шоки сыграли значительную роль в распространении кризисных явлений в российской экономике в 2014-2016 гг. Однако их значимость постепенно снижалась. Во многом это определялось тем, что основной эффект, как показывают расчеты показателей внешней торговли и корреляции других макроэкономических показателей, на российскую экономику имела динамика цен на нефть. По нашим оценкам, общий эффект изменения цен на мировых товарных рынках в 2013-2016 гг. оказался для страны отрицательным и составил 280,5 млрд. долл., что эквивалентно 4,3% суммарного ВВП за данный период.

Вместе с тем, по отдельным направлениям, особенно в части международного движения капитала, значимое влияние оказали экономические санкции. Они привели к общему сокращению участия России в трансграничных потоках капитала до минимальных значений, фактически перекрыли на некоторое время (2014-2015 гг.) доступ на внешние финансовые рынки для широкого круга российских экономических агентов, резко увеличив для них премию за риск. Оцененный нами эффект санкций с позиций недополученных прямых иностранных инвестиций составил около 26 млрд. долл. за 2014-2015 гг. Вместе с тем, наличие санкций позволило сократить бремя внешнего долга для российской экономики.

Воздействие на российскую экономику такого фактора, как ухудшение отношений с Украиной разнонаправлено. Потери России существенны и затрагивают различные сферы: российские экспортеры потеряли важный рынок сбыта; ощутимые убытки понес отечественный банковский сектор; не возвращен кредит, выданный правительству Януковича; многие российские бизнес-структуры были вынуждены продать свои активы на Украине по заниженным ценам, разрушены устоявшиеся кооперационные связи и пр. С

другой стороны, вынужденное импортозамещение украинской продукции в перспективе повышает уровень экономической безопасности России и способствует повышению темпов роста отечественной экономики и численности занятых.

Реакция экономической политики на внешние шоки в 2014-2016 гг. не была однозначной. Центральный банк позволил резко обесцениться валютному курсу рубля в конце 2014 г., что привело к негативным последствиям с точки зрения ценовой динамики и общего уровня неопределенности в экономике. Впоследствии не было предпринято шагов для сдерживания роста валютного курса в 2016 г., что привело к частичной утрате полученных конкурентных преимуществ. И бюджетно-налоговая, и денежно-кредитная политика не носили в полной мере стимулирующего характера во время кризиса. При этом, на наш взгляд, отдельные меры, связанные, например, с введением валютных ограничений на трансграничные операции с капиталом, могли бы смягчить воздействие внешних шоков на российскую экономику, особенно во второй половине 2014 г.

Вместе с тем, ряд мер, направленных на поддержку отдельных секторов экономики, безусловно носил позитивный характер. Достигнуты определенные успехи в импортозамещении продовольственной и сельскохозяйственной продукции, производство которой в кризисный период росло опережающими темпами.

Несмотря на общее снижение воздействия внешних шоков на российскую экономику в 2016-2017 гг., сохраняется неопределенность относительно их влияния в перспективе.

Хотя соглашение об ограничении добычи нефти пролонгировано до конца 2018 г., цены на нефть будут также зависеть от динамики мировой экономики, в том числе китайской как значительного потребителя энергоносителей. При этом темпы прироста китайской экономики, по прогнозам, будут постепенно замедляться. Кроме того, адаптация российской экономики к

сложившемуся более низкому уровню цен на нефть еще, по-видимому, не завершена.

Нормализация отношений с Западом в краткосрочной перспективе представляется маловероятной. Таким образом, негативное действие санкций на экономику сохранится. Их эффект постепенно затухает, но сохраняется неопределенность относительно сфер и механизма имплементации новых американских санкций. Наиболее негативным сценарием в связи с этим будет их распространение на рынок государственного долга.

Постепенное повышение процентной ставки Федеральной резервной системой пока не несет прямой угрозы российской экономике, так как процентная ставка в США еще находится на относительно низком уровне, а трансграничные потоки капитала, связанные с Россией, ограничены. Однако прямые и портфельные инвестиции в Россию постепенно восстанавливаются и, по мере достижения более высоких значений ставки по федеральным фондам, она окажет негативное влияние прежде всего на портфельные вложения в российскую экономику.

Таким образом, проблематика анализа внешних шоков продолжает оставаться актуальной. Требуется выработка системы инструментов экономической политики по противодействию негативному влиянию внешних шоков на экономику страны, в том числе на основе более детального анализа каналов влияния внешних факторов на экономику России.

Список литературы

1. Russell M. Sanctions over Ukraine: Impact on Russia. Members' Research Service. European Parliamentary Research Service. March 2016.
2. Архипова В.В., Комолов О.О. Развитие международных санкционных режимов: исторический аспект // Российский внешнеэкономический вестник. 2016. №3.
3. Архипова В.В. Современный санкционный режим в отношении России: характеристика и глобальный аспект // Мир новой экономики. 2017. №2.
4. Влияние экономической динамики стран-соседей России на российскую экономику. Под ред. д.э.н. М.Ю. Головнина. М.: Институт экономики Российской академии наук, 2014.
5. Головнин М.Ю., Лыкова Л.Н., Букина И.С. Реакция денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики России на вызовы глобализации // Финансы: теория и практика. 2017. Том 21. Вып. 5.
6. Доклад о денежно-кредитной политике. 2016. Март. №1. Банк России, 2016.
7. Дробница И.К. Российское продовольственное эмбарго: поддержка отечественного производителя или тяготы для потребителя? // БИКИ. 2015. № 4.
8. Костиков И.В., Архипова В.В., Комолов О.О. Влияние санкций на внешнее финансирование российской экономики / Под ред. д.э.н. И.В. Костикова. М.: Институт экономики РАН, 2015.
9. Спартак А.Н. Перестройка в российском экспорте // Российский внешнеэкономический вестник. 2017. № 4.

Приложение

Тест Гранжера на наличие причинно-следственной связи между показателями валютного курса рубля и макроэкономическими показателями.

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EX_R_N_\$ does not Granger Cause OIL_P OIL_P does not Granger Cause EX_R_N_\$	35	3.824882 0.356002	0.05927 0.55493
EX_R_N_EURO does not Granger Cause OIL_P OIL_P does not Granger Cause EX_R_N_EURO	35	1.368254 0.354864	0.25075 0.55556
EX_R_R_\$ does not Granger Cause OIL_P OIL_P does not Granger Cause EX_R_R_\$	35	3.514876 0.099030	0.06997 0.75503
EX_R_R_EURO does not Granger Cause OIL_P OIL_P does not Granger Cause EX_R_R_EURO	35	0.836056 0.484768	0.36736 0.49129
REER does not Granger Cause OIL_P OIL_P does not Granger Cause REER	35	2.018798 0.015831	0.16503 0.90065

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EX_R_N_\$ does not Granger Cause H H does not Granger Cause EX_R_N_\$	35	7.91429 0.01785	0.0083 0.8946
EX_R_N_EURO does not Granger Cause H H does not Granger Cause EX_R_N_EURO	35	3.48202 0.78098	0.0712 0.3834
EX_R_R_\$ does not Granger Cause H H does not Granger Cause EX_R_R_\$	35	6.01589 0.24620	0.0198 0.6232
EX_R_R_EURO does not Granger Cause H H does not Granger Cause EX_R_R_EURO	35	1.41260 1.10469	0.2434 0.3011
REER does not Granger Cause H H does not Granger Cause REER	35	3.57084 0.89170	0.0679 0.3521

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EX_R_N_\$ does not Granger Cause M2 M2 does not Granger Cause EX_R_N_\$	35	0.13796 3.26693	0.7128 0.0801
EX_R_N_EURO does not Granger Cause M2 M2 does not Granger Cause EX_R_N_EURO	35	1.38997 0.68910	0.2471 0.4126
EX_R_R_\$ does not Granger Cause M2 M2 does not Granger Cause EX_R_R_\$	35	0.60391 2.35441	0.4428 0.1348
EX_R_R_EURO does not Granger Cause M2 M2 does not Granger Cause EX_R_R_EURO	35	2.59590 0.35007	0.1170 0.5582
REER does not Granger Cause M2 M2 does not Granger Cause REER	35	1.83751 0.51432	0.1847 0.4785

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EX_R_N_\$ does not Granger Cause BROAD_MONEY BROAD_MONEY does not Granger Cause EX_R_N_\$	35	18.81739 6.815914	0.00013 0.01363
EX_R_N_EURO does not Granger Cause BROAD_MONEY BROAD_MONEY does not Granger Cause EX_R_N_EURO	35	20.45733 1.231937	7.90270 0.27530
EX_R_R_\$ does not Granger Cause BROAD_MONEY BROAD_MONEY does not Granger Cause EX_R_R_\$	35	21.08947 5.692067	6.47190 0.02312
EX_R_R_EURO does not Granger Cause BROAD_MONEY BROAD_MONEY does not Granger Cause EX_R_R_EURO	35	13.96419 0.522009	0.00072 0.47523
REER does not Granger Cause BROAD_MONEY BROAD_MONEY does not Granger Cause REER	35	22.60659 1.577604	4.04924 0.21819

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EX_R_N_\$ does not Granger Cause CPI CPI does not Granger Cause EX_R_N_\$	35	1.62604 1.23671	0.2114 0.2744
EX_R_N_EURO does not Granger Cause CPI CPI does not Granger Cause EX_R_N_EURO	35	0.61733 2.35802	0.4378 0.1345
EX_R_R_\$ does not Granger Cause CPI CPI does not Granger Cause EX_R_R_\$	35	1.40440 1.60702	0.2447 0.2141
EX_R_R_EURO does not Granger Cause CPI CPI does not Granger Cause EX_R_R_EURO	35	0.21543 2.71324	0.6457 0.1093
REER does not Granger Cause CPI CPI does not Granger Cause REER	35	0.80077 2.09584	0.3775 0.1574

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EX_R_N_\$ does not Granger Cause EXPORT EXPORT does not Granger Cause EX_R_N_\$	35	6.20752 0.10846	0.0181 0.7441
EX_R_N_EURO does not Granger Cause EXPORT EXPORT does not Granger Cause EX_R_N_EURO	35	2.26459 1.07868	0.1422 0.3068
EX_R_R_\$ does not Granger Cause EXPORT EXPORT does not Granger Cause EX_R_R_\$	35	5.12167 0.00046	0.0305 0.9831
EX_R_R_EURO does not Granger Cause EXPORT EXPORT does not Granger Cause EX_R_R_EURO	35	0.92702 1.43271	0.3429 0.2401
REER does not Granger Cause EXPORT EXPORT does not Granger Cause REER	35	2.37841 0.49869	0.1329 0.4852

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EX_R_N_\$ does not Granger Cause IMPORT IMPORT does not Granger Cause EX_R_N_\$	35	4.98937 1.06604	0.0326 0.3096
EX_R_N_EURO does not Granger Cause IMPORT IMPORT does not Granger Cause EX_R_N_EURO	35	1.59468 1.93130	0.2158 0.1742
EX_R_R_\$ does not Granger Cause IMPORT IMPORT does not Granger Cause EX_R_R_\$	35	4.73796 1.18429	0.0370 0.2846
EX_R_R_EURO does not Granger Cause IMPORT IMPORT does not Granger Cause EX_R_R_EURO	35	1.25540 1.56214	0.2709 0.2204
REER does not Granger Cause IMPORT IMPORT does not Granger Cause REER	35	3.35610 0.86112	0.0763 0.3604

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EX_R_N_\$ does not Granger Cause RESERVES RESERVES does not Granger Cause EX_R_N_\$	35	0.21158 3.22624	0.6486 0.0819
EX_R_N_EURO does not Granger Cause RESERVES RESERVES does not Granger Cause EX_R_N_EURO	35	0.06344 2.19230	0.8027 0.1485
EX_R_R_\$ does not Granger Cause RESERVES RESERVES does not Granger Cause EX_R_R_\$	35	0.00031 2.62435	0.9860 0.1150
EX_R_R_EURO does not Granger Cause RESERVES RESERVES does not Granger Cause EX_R_R_EURO	35	0.59809 1.51093	0.4450 0.2280
REER does not Granger Cause RESERVES RESERVES does not Granger Cause REER	35	0.77993 1.49257	0.3837 0.2307

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EX_R_N_\$ does not Granger Cause LONG_RUN_INT_R LONG_RUN_INT_R does not Granger Cause EX_R_N_\$	35	8.02177 1.75933	0.0079 0.1941
EX_R_N_EURO does not Granger Cause LONG_RUN_INT_R LONG_RUN_INT_R does not Granger Cause EX_R_N_EURO	35	12.4900 0.75785	0.0013 0.3905
EX_R_R_\$ does not Granger Cause LONG_RUN_INT_R LONG_RUN_INT_R does not Granger Cause EX_R_R_\$	35	10.8608 2.54334	0.0024 0.1206
EX_R_R_EURO does not Granger Cause LONG_RUN_INT_R LONG_RUN_INT_R does not Granger Cause EX_R_R_EURO	35	9.52212 0.45738	0.0042 0.5037
REER does not Granger Cause LONG_RUN_INT_R LONG_RUN_INT_R does not Granger Cause REER	35	15.0959 1.73013	0.0005 0.1977

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EX_R_N_\$ does not Granger Cause SHORT_RUN_INT_R SHORT_RUN_INT_R does not Granger Cause EX_R_N_\$	35	0.07336 0.87894	0.7882 0.3555
EX_R_N_EURO does not Granger Cause SHORT_RUN_INT_R SHORT_RUN_INT_R does not Granger Cause EX_R_N_EURO	35	0.68733 8.8E-05	0.4132 0.9926
EX_R_R_\$ does not Granger Cause SHORT_RUN_INT_R SHORT_RUN_INT_R does not Granger Cause EX_R_R_\$	35	0.55762 0.23323	0.4607 0.6324
EX_R_R_EURO does not Granger Cause SHORT_RUN_INT_R SHORT_RUN_INT_R does not Granger Cause EX_R_R_EURO	35	1.90608 0.05896	0.1770 0.8097
REER does not Granger Cause SHORT_RUN_INT_R SHORT_RUN_INT_R does not Granger Cause REER	35	1.97603 0.19300	0.1694 0.6634

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EX_R_N_\$ does not Granger Cause INT_R INT_R does not Granger Cause EX_R_N_\$	35	0.06691 1.04421	0.7976 0.3145
EX_R_N_EURO does not Granger Cause INT_R INT_R does not Granger Cause EX_R_N_EURO	35	1.31310 4.0E-05	0.2603 0.9950
EX_R_R_\$ does not Granger Cause INT_R INT_R does not Granger Cause EX_R_R_\$	35	0.52585 0.45706	0.4736 0.5039
EX_R_R_EURO does not Granger Cause INT_R INT_R does not Granger Cause EX_R_R_EURO	35	3.22539 0.06317	0.0820 0.8032
REER does not Granger Cause INT_R INT_R does not Granger Cause REER	35	2.66629 0.05043	0.1123 0.8237

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EX_R_N_\$ does not Granger Cause INFLATION INFLATION does not Granger Cause EX_R_N_\$	35	27.3640 2.11520	1.E-05 0.1556
EX_R_N_EURO does not Granger Cause INFLATION INFLATION does not Granger Cause EX_R_N_EURO	35	20.1073 0.10882	9.E-05 0.7436
EX_R_R_\$ does not Granger Cause INFLATION INFLATION does not Granger Cause EX_R_R_\$	35	30.3584 0.92858	5.E-06 0.3425
EX_R_R_EURO does not Granger Cause INFLATION INFLATION does not Granger Cause EX_R_R_EURO	35	21.0317 0.03297	7.E-05 0.8571
REER does not Granger Cause INFLATION INFLATION does not Granger Cause REER	35	38.4099 0.45458	6.E-07 0.5050

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EX_R_N_\$ does not Granger Cause IND_PRODUCTION IND_PRODUCTION does not Granger Cause EX_R_N_\$	35	8.88572 0.15188	0.0055 0.6993
EX_R_N_EURO does not Granger Cause IND_PRODUCTION IND_PRODUCTION does not Granger Cause EX_R_N_EURO	35	3.66053 0.49169	0.0647 0.4882
EX_R_R_\$ does not Granger Cause IND_PRODUCTION IND_PRODUCTION does not Granger Cause EX_R_R_\$	35	6.66468 0.01002	0.0146 0.9209
EX_R_R_EURO does not Granger Cause IND_PRODUCTION IND_PRODUCTION does not Granger Cause EX_R_R_EURO	35	1.44321 0.90741	0.2384 0.3479
REER does not Granger Cause IND_PRODUCTION IND_PRODUCTION does not Granger Cause REER	35	4.37194 0.30694	0.0446 0.5834