

Влияние финансовых санкций на российскую экономику

Е. Гурвич, И. Прилепский

Экономическая экспертная группа

Санкции против РФ: основные элементы

- 1) “Секторальные финансовые санкции”: запрет на предоставление кредитных линий и инвестирование в облигации подпавших под санкции компаний со сроком к погашению более 14/30 дней
- 2) Запрет на экспорт военной продукции и продукции двойного назначения
- 3) Запрет на экспорт оборудования для добычи сланцевой нефти и нефти арктических и глубоководных месторождений
- 4) Заморозка активов, блокировка операций, запрет на въезд (в США – список SDN); вторичные санкции против экономических партнеров подпавших под санкции лиц и компаний (в соответствии с законом CAATSA)

Меры 3) могут повлиять на добычу углеводородов в долгосрочной перспективе; меры 2) - на совокупную факторную производительность, также в долгосрочной перспективе. Значимые в экономическом отношении меры 4) были приняты в апреле 2018 г., но объема данных пока недостаточно для надежного анализа их результатов. Мы концентрировались на анализе кратко- и среднесрочных последствий мер 1).

Секторальные финансовые санкции: история

- Июль 2014 г. – первые секторальные санкции: США запрещают вложения в долг со сроком погашения более 90 дней компаний Газпромбанк, ВЭБ, НОВАТЭК, Роснефть; ЕС вводит аналогичные меры для всех госбанков
- Сентябрь 2014 г. – расширение санкций (максимальный срок к погашению снижен до 30 дней; ЕС добавляет в санкционный список компании энергетического сектора, США – компании энергетического сектора и банки)
- В дальнейшем санкции пролонгируются и дополнительно ужесточаются (например, в соответствии с законом CAATSA срок к погашению снижен до 14 дней с ноября 2017 г.)

Структура доклада

- Обзор литературы
- Оценка эффектов по итогам 5 кварталов санкций (2014Q3-2015Q3)
- Пересмотр оценки по итогам 14 кварталов санкций (2014Q3-2017Q4)
- Альтернативный подход к оценке эффекта санкций

Обзор литературы(1)

- Раутава (2014): оценка снижения темпов роста ВВП РФ в 2014 г. из-за неопределенности, связанной с ситуацией на Украине, на основе модели российской экономики Банка Финляндии (векторная авторегрессия на квартальных данных с 1 кв. 1995 г.), составляет 1,0 п.п.
- Синяков и др. (2015): для оценки влияния санкций на рост ВВП используется DSGE-модель в непрерывном времени, Предполагается, что частный сектор полностью теряет доступ к зарубежным финансовым рынкам. Негативный эффект на рост ВВП составляет 0,5 п.п, в первый и 0,6 п.п. – во второй год действия санкций,
- МВФ (2015) : потери ВВП из-за санкций составляют 1,0-1,5 п.п. «в краткосрочной перспективе» и 9,0 п.п. «в среднесрочной перспективе»

Обзор литературы(2)

- Холодилин, Нечуняев (2016): с использованием модели структурной векторной авторегрессии на квартальных данных (1997Q1-2015Q4) для шести переменных (индекс интенсивности санкций, цены на нефть, темпы роста ВВП в РФ и Евростроне, реальные эффективные курсы рубля и евро) получена оценка снижения темпов роста за период 2014Q2-2015Q4 в среднем в 2,0 п.п. (квартал к кварталу, в годовом выражении)
- Всемирный банк (2016): в альтернативном сценарии со снятием санкций с начала 2017 г. рост ВВП в 2017 г. на 0,9 п.п. выше, чем в базовом сценарии
- Пестова, Мамонов (2017): с использованием модели байесовской векторной авторегрессии на месячных данных (2000m1-2015m9), суммарный эффект санкционного шока (за счет снижения внешнего долга корпоративного сектора) на ВВП оценен в -1,2 п.п. за 2014-2015 гг.

Обзор литературы(3)

- Кнобель и др. (2018): оценка эффекта санкций на рост ВВП составляет около -1,0 п.п. в год
- Холодилин, Нечуняев (2018): после обновления SVAR-модели данными до 2018Q1, оценка негативного эффекта санкций на уровень ВВП не превышает -0,5 п.п. на всех горизонтах

Обзор литературы - выводы

- Достаточно широкий спектр оценок, но, в целом, не «катастрофическое» влияние санкций на рост ВВП
- При пересмотре оценок на основе одной методологии с течением времени наблюдается снижение эффекта санкций
- Работы с прямым рассмотрением влияния санкций на платежный баланс демонстрируют схожесть оценок эффекта на темпы роста (0,5-0,7 п.п.); при этом рассматривается только эффект на долговые обязательства перед нерезидентами

Финансовые санкции: основные каналы влияния на потоки капитала (1)

- **Прямой канал:** Попавшим под санкции компаниям и банкам ограничивается доступ к финансовым рынкам. Им трудно рефинансировать старый долг и привлечь новый => их внешний долг снижается,
- **Косвенные каналы:** Повышается общая неопределенность, ухудшаются перспективы экономического роста => растет страновой риск, ухудшаются условия заимствований. В результате: а) Сокращаются заимствования непосредственно не затронутых санкциями эмитентов (в том числе государства), б) Сокращается приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ) и портфельных инвестиций.
- **Общий итог:** искусственная «внезапная остановка» притока капитала (снижается валовый приток иностранного капитала).

Финансовые санкции: основные каналы влияния на потоки капитала(2)

- Активная реакция на санкции: необходимы валютные ресурсы для проведения выплат по нерефинансированному долгу => снижаются темпы накопления зарубежных активов, включая ПИИ (т.е. уменьшается валовый отток российского капитала).

Общий подход к оценке эффекта санкций - 1

- Разложение эффекта санкций по каналам – весьма сложная задача. Необходимо учитывать, что потоки капитала очень волатильны, они определяются сочетанием множества факторов.
- Мы не можем связать все наблюдаемое изменение потоков капитала с действием санкций. Например, практически одновременно с санкциями произошло резкое падение цен на нефть – одного из наиболее важных показателей, определяющих приток и отток капитала.
- Необходимо учитывать еще ряд факторов: динамику обменного курса, процентные ставки, инвестиционный спрос, и т.д.

Общий подход к оценке эффекта санкций - 2

Был принят следующий подход: строилась оценка возможной динамики компонент финансового счета в сценарии без санкций (на основе моделей основанных на «до-санкционном» периоде). Отклонение фактических показателей от ожидаемых, рассчитанных по построенным моделям, рассматривались как эффекты санкций.

Оценки за 2014Q3-2015Q3 (1)

- Долговые обязательства перед нерезидентами:
 - доля рефинансирования долговых обязательств для банков и нефинансовых компаний в 2013 г. составляла 120%
 - за рассматриваемый период она сократилась до 23% для банков и 84% для нефинансового сектора
- Модель притока ПИИ (2010q1-2013q4):

$$fdi_in = 7.15 + 0.289 \cdot gdp_g(-1) + 0.705 \cdot gdp_gf$$

(5.15) (2.18) (1.94)

(в скобках указаны t-статистики; gdp_g – фактические темпы роста за год, gdp_gf – наиболее актуальный прогноз МВФ на текущий год)

Сравнение с модельным расчетам дает негативный эффект санкций на ПИИ в \$4,5 млрд за квартал

Оценки за 2014Q3-2015Q3 (2)

- Отток прямых инвестиций за 2010Q1-2013Q4 составлял в среднем 2,75% ВВП за квартал; за рассматриваемый период – снижение в среднем на \$3 млрд за квартал
- Оценка эффекта санкций на портфельные инвестиции в акции близок к 0
- Влияние на прочий отток капитала: для банков принимается равным объему нерезидентского долга (такое предположение соответствует данным в целом за рассматриваемый период); для нефинансового сектора, эффект сложно оценить ввиду одновременных усилий Банка России по борьбе с «серым» оттоком капитала
- Оценка влияния санкций на вложения в наличную валюту и гособлигации затруднена ввиду эпизода «панической» скупки валюты в 4 кв. 2014 г. и снижения суверенного рейтинга РФ в 1 кв. 2015 г.

Общая оценка влияния санкций на потоки капитала на основе данных 2014Q3-2015Q3, \$ млрд

	2H2014	2015	2016	2017	Всего за 2014– 2017
Валовой приток капитала, всего	-56,4	-89,4	-58,0	-65,3	-269,1
Долговые обязательства	-39,0	-67,3	-33,8	-44,0	-184,1
ПИИ	-17,4	-22,1	-24,2	-21,3	-85,0
Валовой отток капитала	-10,6	-45,6	-26,1	-30,9	-113,2
Чистый эффект санкций	-45,8	-43,8	-31,7	-34,4	-155,7

Каналы влияния санкций на макропоказатели: платежный баланс

- Ухудшение сальдо финансового счета => необходима адаптация сальдо текущего счета
- Канал 1: сжатие импорта и, в меньшей степени, - расширение экспорта на фоне ослабления реального курса
- Канал 2: снижение ВВП, прибыли, фонда заработной платы в долларовом выражении ввиду ослабления рубля => улучшение отрицательного сальдо первичных и вторичных доходов
- Канал 3: улучшение чистой внешней позиции => также повышательное давление на сальдо первичных и вторичных доходов

Каналы влияния санкций на макропоказатели: реальный сектор

- Снижение притока капитала дестимулирует рост внутреннего спроса (оценка ЭЭГ эластичности роста внутреннего спроса по притоку капитала в % ВВП: 0,22)
- Ослабление обменного курса частично компенсирует эффект для внутреннего спроса, преимущественно за счет сжатия импорта (ввиду низкой эластичности физобъемов экспорта по курсу)

... в свою очередь, торможение ВВП дестимулирует приток прямых инвестиций – положительная обратная связь

Рассмотренные каналы учитываются в макроэкономической модели ЭЭГ, построенной на основе эконометрических оценок на квартальных данных за 1995-2013 гг. и балансовых соотношений

Сценарный анализ на среднесрочном горизонте (до 2017 г.)

- Высокие/низкие цены на нефть

	2015	2016	2017
Высокие, \$/барр.	100	100	100
Низкие, \$/барр.	53	50	52

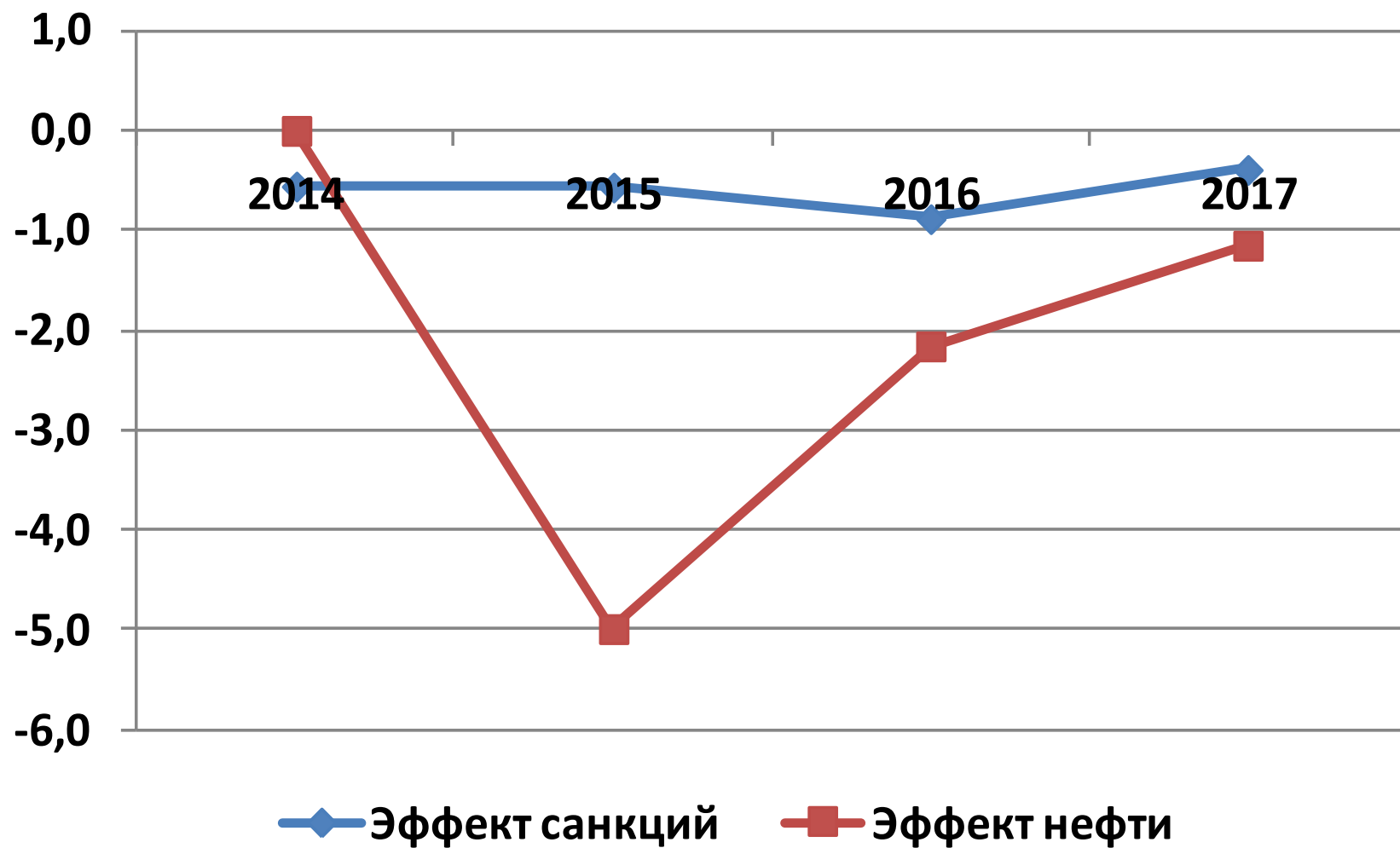
- Наличие/отсутствие санкций в течение всего прогнозного периода (2014H2 – 2017)

Изменение переменной, п.п./шок	Санкции	Падение цен на нефть	
		Без санкций	С санкциями
Инвестиции в основной капитал	-5,0	-22,6	-24,1
Оборот розничной торговли	-3,7	-17,1	-18,2
Объем ВВП	-2,4	-7,1	-8,0
ИПЦ на конец периода	4,1	7,1	8,1
Реальный курс рубля к доллару	-0,3	26,9	-26,8
Номинальные доходы бюджетной системы	1,2	-13,1	-13,0
Реальные доходы бюджетной системы	-2,0	-18,9	-19,5

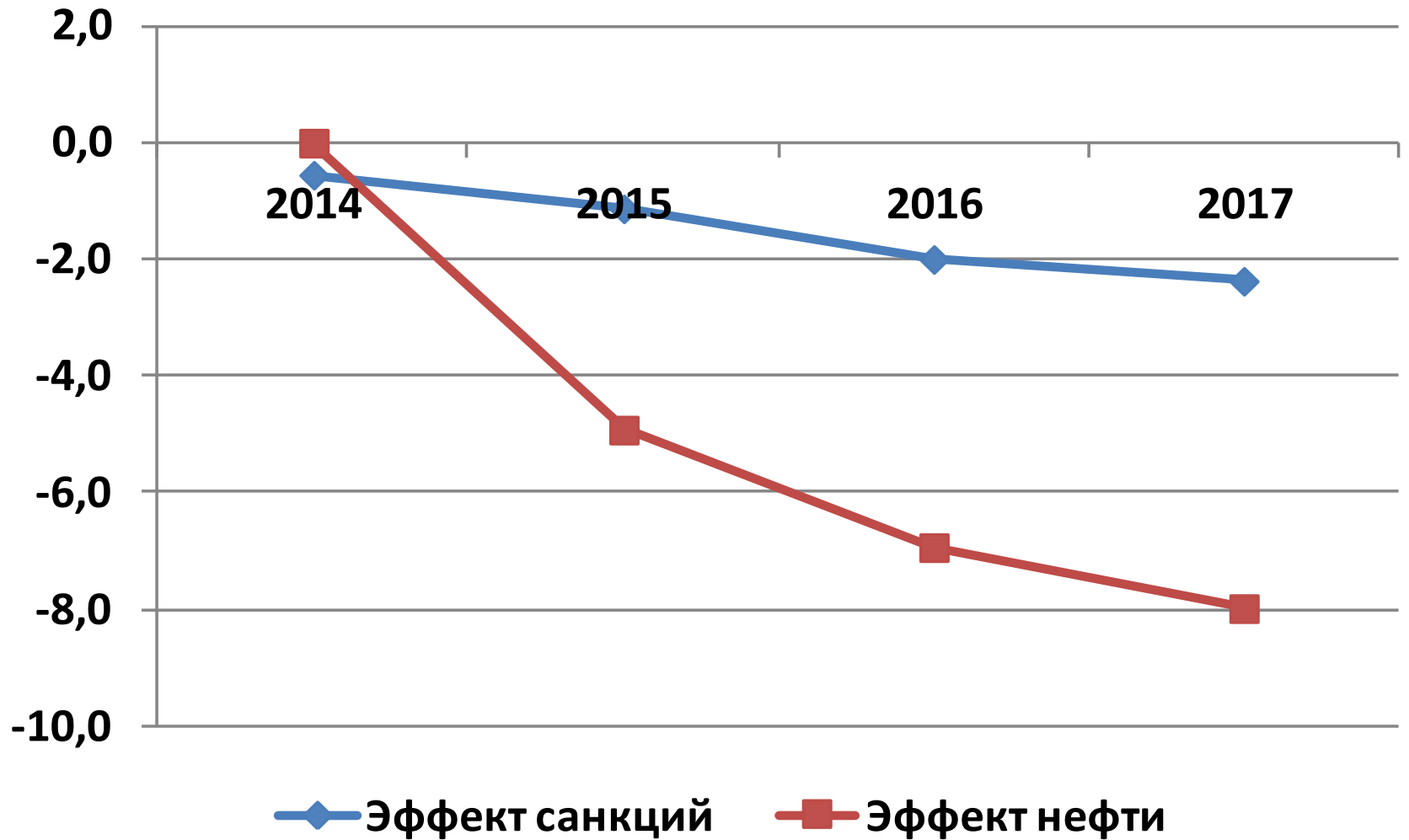
Выводы из расчетов на основе данных 2014Q3-2015Q3

- Снижение валового притока из-за санкций оценивалось в \$270 млрд за 2014H2-2017 гг. Реакция на санкции в форме уменьшения оттока капитала компенсировала этот эффект на 40%, так что эффект с точки зрения чистого притока оценивался в \$150 млрд; эффект постепенно уменьшался в 2016-2017 гг.
- Оцененный негативный эффект на ВВП был существенным (-2,4 п.п. ВВП к 2017 г.), но в 3,3 раза меньшим, чем эффект падения цен на нефть. Более низкий эффект, вероятно, связан с активной «самоадаптацией» компаний к санкционному шоку.

Влияние шоков на темпы роста ВВП (п.п.)

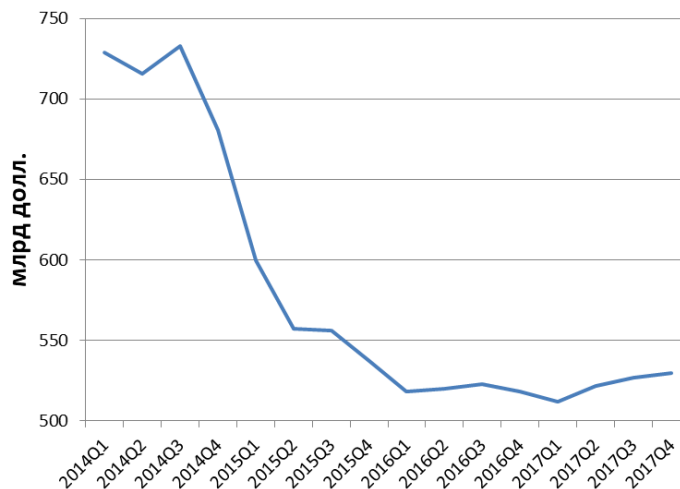


Влияние шоков на объем ВВП (%)



Данные 2016-2017 гг.: что изменилось?

- Чистый отток капитала резко сократился (\$19 млрд в 2016 г., \$25 млрд в 2017 г. против \$152 млрд в 2014 г. и \$57 млрд в 2015 г.)
- Основные факторы сокращения оттока:
 - торможение снижения внешнего долга по мере сокращения остатка долга



- увеличение притока ПИИ (даже при вычете сделки по приватизации Роснефти)

Отдельные компоненты платежного баланса в разрезе «санкционных лет», \$ млрд

	2013 Q3- 2014 Q2	2014 Q3 – 2015 Q2	2015Q3 – 2016 Q2	2016 Q3 – 2017 Q2
Банки	-19,9	-9,4	24,5	3,5
Долговые обязательства	0,1	-37,3	-18,7	-17,4
Активы	20,0	-27,9	-43,2	-20,9
Прочие сектора (без наличной валюты)	-1,1	-57,6	-14,0	9,4
Прямые инвестиции	-13,1	-35,9	-12,6	18,9
Обязательства	38,2	-0,2	11,3	41,2
Активы	51,3	35,7	24,0	22,3
Долговые обязательства	12,0	-21,7	-1,4	-9,5
Обязательства	12,0	-21,7	-1,4	-9,5
Наличная валюта	16,5	10,0	2,0	12,7

Изменения оценок влияния санкций на компоненты платежного баланса в 2016-2017 гг.

	2014Q3- 2015Q3	2016-2017
Норма рефинансирования внешнего долга,%		
Банки	23	49
Нефинансовый сектор	84	89
Квартальный приток ПИИ, \$ млрд	-4,5	-1,3
Квартальный отток ПИИ, \$ млрд	-3,0	-2,5

Изменение общей оценки эффекта санкций на потоки капитала в 2016-2017 гг, \$ млрд

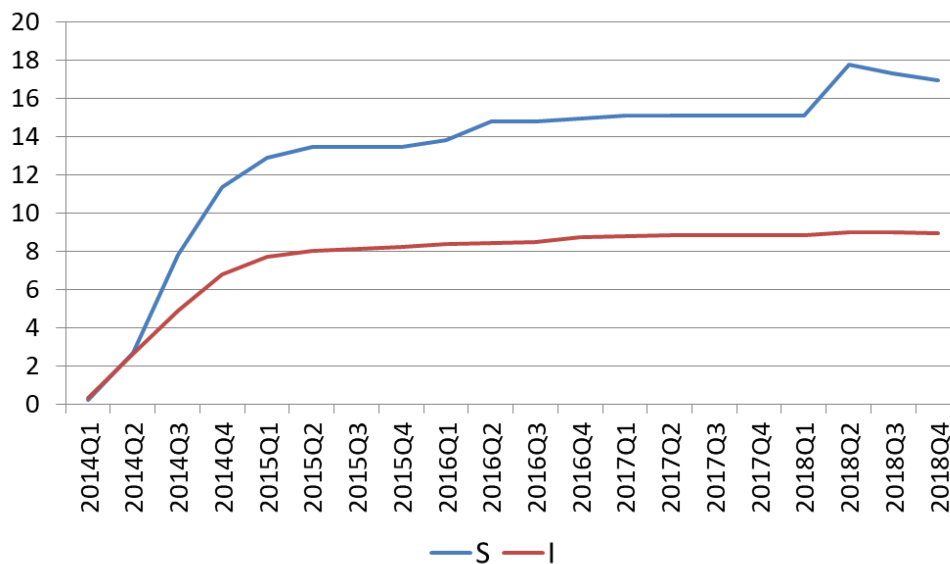
	Старые оценки		Новые оценки		Суммарное изменение, 2016-2017
	2016	2017	2016	2017	
Валовой приток капитала, всего	-58,0	-65,3	-55,7	-48,0	+19,6
Долговые обязательства	-33,8	-44,0	-50,0	-43,3	-15,5
ПИИ	-24,2	-21,3	-5,7	-4,7	+35,1
Валовой отток капитала	-26,1	-30,9	-27,6	-23,1	-6,3
Чистый эффект санкций	-31,9	-34,4	-28,1	-24,9	+13,3

**Сравнение оценок влияния санкций на макроэкономические
показатели в 2017 г., %
(сценарий отмены санкций с 1 января 2017 г.)**

	Оценка влияния на потоки капитала на данных 2014Q3- 2015Q4	Новая оценка влияния на потоки капитала
Инвестиции в основной капитал	+4,01	+2,92
Оборот розничной торговли	+2,65	+1,91
Объем ВВП	+0,61	+0,43
ИПЦ на конец периода	-0,60	-0,44
Реальный курс рубля к доллару	+10,24	+7,52
Номинальные доходы бюджетной системы	-0,39	-0,28
Реальные доходы бюджетной системы	-0,10	-0,06

Альтернативный подход к оценке влияния санкций на потоки капитала

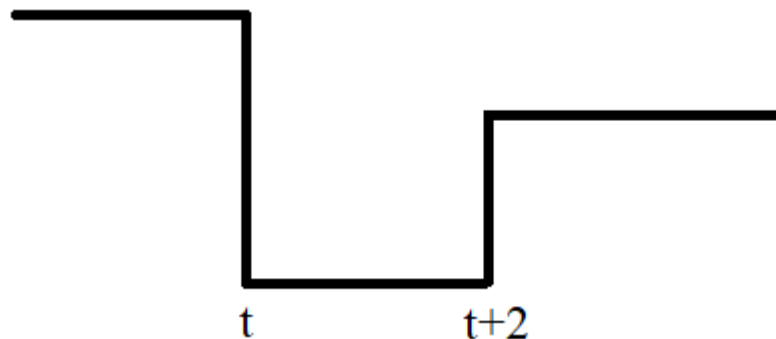
- В работах (Дрегер и др., 2016); (Омельченко, Хрусталева, 2018) предложены индексы интенсивности санкций против РФ (S, I)



- Индекс S взвешивает санкционные меры РФ только по долям вводящих их стран во внешней торговле РФ, индекс I – по более широкому спектру показателей (объем активов санкционируемых компаний, доля валют стран-источников санкций во внешнем долге и др.)

Влияние интенсивности санкций на потоки капитала

- Проводятся регрессии компонент финансового счета (квартальные данные) на объясняющие факторы, включая индексы интенсивности санкций
- Наилучшее качество регрессий получается при включении как текущего индекса интенсивности (I_t , входит со знаком «-»), так и лага в 2 квартала (I_{t-2} , входит со знаком «+»), т.е. отклик на санкционный шок имеет следующий вид



- Пример: уравнение притока долговых обязательств

$$\begin{aligned} debt_in_t / us_cpi_t = & 40,3 - 9,3 I_t f - debt_{t-1} / us_cpi_t + 6,3 I_{t-2} f - debt_{t-1} / us_cpi_t + \\ & (1,63) \quad (3,43) \quad (2,12) \\ & + 130,3 oil_t / us_cpi_t - 2,8 vix_t + 3,2 gdp_g_{t-1} \\ & (3,02) \quad (3,54) \quad (2,37) \end{aligned}$$

Оценка эффекта санкций на потоки капитала исходя из индексов интенсивности, \$ млрд

	2014	2015	2016	2017	2014-2017
Валовой приток капитала, всего	-56	-89	-56	-48	-249
Исходя из индекса I	-105	-83	-56	-55	-299
Исходя из индекса S	-99	-77	-55	-47	-278
Долговые обязательства	-39	-67	-50	-43	-199
Исходя из индекса I	-76	-69	-50	-49	-245
Исходя из индекса S	-70	-64	-49	-45	-228
ПИИ	-17	-22	-6	-5	-50
Исходя из индекса I	-29	-14	-16	-5	-54
Исходя из индекса S	-29	-13	-6	-2	-50
Валовой отток капитала	-11	-46	-28	-23	-108
Исходя из индекса I	-58	-45	-34	-34	-170
Исходя из индекса S	-54	-40	-32	-28	-155
Чистый эффект санкций	-46	-44	-28	-25	-143
Исходя из индекса I	-47	-38	-23	-21	-129
Исходя из индекса S	-46	-36	-23	-19	-124

Общая оценка влияния санкций на макропоказатели в 2014-2017 гг. (накопленным итогом)

	2014	2015	2016	2017
Чистый приток капитала, \$ млрд	-46	-89	-117	-143
Инвестиции в основной капитал	-4,3	-5,2	-3,9	-3,6
Оборот розничной торговли	-2,0	-3,5	-2,6	-2,3
Объем ВВП	-0,5	-1,1	-1,5	-1,8
ИПЦ на конец периода	2,5	4,3	3,7	3,2
Реальный курс рубля к доллару	-8,5	-11,2	-5,2	-1,0
Номинальные доходы бюджетной системы	2,9	3,1	1,3	0,3
Реальные доходы бюджетной системы	1,7	0,2	-1,8	-2,3

Возможные факторы снижения эффекта санкций (1)

- Прояснение периметра санкций? Вероятно, да (Euroclear возобновила доступ инвесторов к новым выпускам ОФЗ; приватизация части госпакета Роснефти в итоге состоялась). В целом, оно должно было способствовать увеличению притока ПИИ и нормы рефинансирования
- Обход санкций? Вероятно, нет (тренд к сокращению зарубежных активов банков сохраняется)

Возможные факторы снижения эффекта санкций (2)

- Макроэкономическая политика властей? Весьма вероятно. Опасения по поводу введения контроля за движением капитала не реализовались. Переход к плавающему курсу и инфляционному таргетированию, краткосрочное бюджетное стимулирование с последующей консолидацией способствовали повышению доверия к политике властей и, как следствие, улучшению условий финансирования
- Более быстрая, чем ожидалось, адаптация к санкциям? Вероятно, да: инвесторы осознали, что российская экономика вовсе не «разорвана в клочья», а адаптировалась к внешним шокам с намного меньшими потерями выпуска, чем в 2009 г.

Выводы (1)

- Эффект секторальных финансовых санкций снижался быстрее, чем оценивалось ранее
- В частности, наша оценка эффекта санкций на чистый приток капитала частного сектора в 2016-2017 гг. на \$13 млрд ниже, чем по итогам 2015 г.
- В разрезе компонент притока капитала, переоценка связана, в основном, с улучшением динамики притока ПИИ

Выводы (2)

- На наш взгляд, рост доверия к качеству макроэкономического управления РФ был ключевым фактором уменьшения эффекта санкций
- Наша оценка суммарного эффекта санкций на ВВП в 2014-2017 гг. (-1,8 п.п.) сократилась на 25% по сравнению с оценкой на данных 2014-2017 гг., что усиливает ранее сделанный вывод о том, что влияние санкций на ВВП было существенно меньшим, чем влияние шока цен на нефть

Спасибо за внимание!