

КАНАЛЫ И МАСШТАБ ВЛИЯНИЯ ВНЕШНИХ ШОКОВ НА ЭКОНОМИКИ СТРАН-УЧАСТНИЦ ЕАБР



ТЕМАТИЧЕСКИЙ ДОКЛАД

11'2019

СОДЕРЖАНИЕ

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	2
ПРЕДИСЛОВИЕ	3
ОСНОВНЫЕ КАНАЛЫ ВЛИЯНИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ НА СТРАНЫ-УЧАСТНИЦЫ ЕАБР	4
Роль региона операций ЕАБР в глобальной экономике	4
Синхронизация экономических циклов	5
Роль товарно-сырьевого сектора в экономиках стран-участниц ЕАБР	8
ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ ВНЕШНИХ ШОКОВ НА ЭКОНОМИКИ СТРАН-УЧАСТНИЦ ЕАБР	11
Методика оценки	11
Результаты оценки влияния временного шока мирового спроса на экономики стран-участниц ЕАБР	12
Результаты оценки влияния временного шока снижения цен на нефть на экономики стран-участниц ЕАБР	16
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	21
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	22

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

- ВБ** – Всемирный банк
- ВВП** – валовой внутренний продукт
- ВДС** – валовая добавленная стоимость
- ГВД** – государственный внешний долг
- ЕАБР** – Евразийский банк развития
- ЕЭК** – Евразийская экономическая комиссия
- ИПЦ** – индекс потребительских цен
- ИСМ** – интегрированная система моделей
- КР** – Кыргызская Республика
- МБК** – межбанковский рынок кредитования
- МВФ** – Международный валютный фонд
- НБ КР** – Национальный банк Кыргызской Республики
- НБ РБ** – Национальный банк Республики Беларусь
- НБ РК** – Национальный банк Республики Казахстан
- НБ РТ** – Национальный банк Республики Таджикистан
- ПИИ** – прямые иностранные инвестиции
- РА** – Республика Армения
- РБ** – Республика Беларусь
- РК** – Республика Казахстан
- РПБ 6** – Руководство МВФ по составлению платежного баланса, 6 издание
- РТ** – Республика Таджикистан
- РФ** – Российская Федерация
- США** – Соединенные Штаты Америки
- ЦБ РА** – Центральный банк Армении
- ЦБ РФ** – Центральный банк Российской Федерации
- ЦИИ ЕАБР** – Центр интеграционных исследований Евразийского банка развития
- ИТС** – The International Trade Centre
- EUR\USD** – номинальный курс доллара США к евро, долларов США за 1 евро
- UNCTAD** – United Nations Conference on Trade and Development
- %** – процент
- % г/г** – темп прироста период к соответствующему периоду предыдущего года
- п.п.** – процентный пункт

ПРЕДИСЛОВИЕ

Регион¹ операций ЕАБР активно вовлечен в международную торговлю и перемещение финансовых активов. В структуре экспортно-импортных операций государств-участников Банка ключевая роль по-прежнему принадлежит сырьевым товарам. В связи с этим их экономики остаются уязвимыми для колебаний конъюнктуры мировых товарных рынков, в первую очередь энергоресурсов. Открытость экономик региона, а также интегрированность крупнейших стран (России и Казахстана) в мировой финансовый рынок определяют существенное воздействие на их экономическое развитие шоков внешнего спроса. На это в том числе указывает динамика бизнес-циклов в странах-участницах ЕАБР и крупнейших экономиках мира, которые демонстрируют признаки синхронности.

Учитывая высокую значимость конъюнктуры мирового рынка нефти и динамики внешнего спроса для экономического развития региона, данное исследование ставит перед собой цель количественно оценить воздействие указанных шоков на экономики государств-членов Банка. Сценарные расчеты производились с использованием внедренной в ЕАБР интегрированной системы моделей². Первый рискованный сценарий (снижение мирового спроса) основывается на предпосылке о негативном воздействии усиления противоречий между США и Китаем в сфере торговли на глобальную экономическую активность. При развитии данного сценария ожидается, что сокращение мирового спроса и цен на сырьевые товары приведет к замедлению экономического роста региона операций ЕАБР на 0,3 п.п. в течение года. Второй рискованный сценарий предполагает экзогенный шок снижения цены на нефть, связанного с временным увеличением ее предложения. По нашим оценкам, темп прироста агрегированного ВВП стран-участниц ЕАБР в ответ на краткосрочное падение нефтяных котировок на 10% замедлится на 0,14 п.п. в течение года. Различия во влиянии рассматриваемых внешних шоков на экономическую активность в странах региона в первую очередь связаны с отличиями в каналах их трансмиссии.

Доклад состоит из двух разделов. В первом описываются основные каналы влияния мировой экономики на страны-участницы ЕАБР. Во втором приведена их оценка и описана трансмиссия шоков для каждого государства.

¹ Под регионом в настоящей работе понимаются страны-участницы ЕАБР (Республика Армения, Республика Беларусь, Республика Казахстан, Кыргызская Республика, Российская Федерация, Республика Таджикистан).

² См. Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза. – М.: ЕЭК, СПб.: ЦИИ ЕАБР, 2016. – 116 с.

ОСНОВНЫЕ КАНАЛЫ ВЛИЯНИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ НА СТРАНЫ-УЧАСТНИЦЫ ЕАБР

Роль региона операций ЕАБР в глобальной экономике

Международные торговые и финансовые потоки играют важную роль в экономическом развитии стран-участниц ЕАБР. В среднем за 2006–2018 гг. суммарный ВВП региона составил 2,7% мирового объема, внешнеторговый оборот – 2,5%, а накопленный объем внешних активов и обязательств – 1,0% (рисунки 1.А). Оборот внешней торговли достигает трети суммарного ВВП стран региона, а с точки зрения финансовых потоков экономика демонстрирует еще большую степень открытости (внешние активы и обязательства – около 70% ВВП соответственно). Таким образом, внешнеэкономическая конъюнктура является одним из ключевых факторов, влияющих на экономическое положение стран-участниц ЕАБР, в первую очередь через торговый и финансовый каналы. Ключевой экономикой региона является РФ, на которую приходится 87% ВВП, произведенного государствами-членами Банка, 79% внешнеторгового оборота, 89% и 81% внешних активов и обязательств соответственно. Заметный вклад в динамику реальных и финансовых экономических показателей региона вносит РК: 8% ВВП, 11% внешней торговли, более 10% иностранных активов и обязательств. РБ формирует 8% внешнеторгового оборота и 3% регионального ВВП, занимая незначительную долю во внешних активах и обязательствах. Учитывая торговые связи стран-участниц ЕАБР с РФ, помимо прямого воздействия глобальной деловой активности на РА, РБ, РК, КР и РТ, страны также находятся под воздействием вторичных эффектов, исходящих из российской экономики.

Регион является чистым экспортером минеральных продуктов. Более половины суммарного экспорта в среднем за 2006–2018 гг. формировалось за счет поставок минеральных продуктов (преимущественно сырой нефти), что свидетельствует о высокой степени зависимости экономик стран-членов ЕАБР от ситуации на мировом рынке энергоносителей. В отличие от экспорта, структура импорта является более диверсифицированной, в ней инвестиционные товары занимают наибольший удельный вес (почти 40%) (рисунки 1.Б).

В структуре внешних обязательств стран региона наибольший удельный вес занимают прямые иностранные инвестиции. Внешние активы в большей степени сформированы из наименее рискованных инструментов и прямых иностранных инвестиций, что ограничивает влияние шоков на мировых финансовых рынках на экономическое развитие стран-участниц Банка³ (рисунки 1.Б).

Трансмиссия шока на мировом рынке нефти в экономики стран-участниц ЕАБР является неоднородной. Регион представлен группами стран чистых экспортеров и чистых импортеров

³ В структуре внешних активов около 30% приходится на резервные активы, которые, как правило, формируются из наименее рискованных финансовых инструментов. Прямые иностранные инвестиции, составляющие более 30% активов и 50% обязательств, относятся к категории более стабильных финансовых потоков в отличие от волатильных портфельных вложений.

товаров и услуг. Так, в среднем за 2006–2018 гг. положительное сальдо торгового баланса РК составило 11,4% ВВП, а РФ – 7,8% ВВП. Так как профицит внешней торговли РФ и РК формируется преимущественно за счет поставок минеральных продуктов, состояние мирового рынка энергоресурсов оказывает прямое влияние на доходы стран от экспорта и поступления в государственный бюджет (более подробный анализ представлен ниже). РБ также подвержена влиянию конъюнктуры сырьевого рынка как в части экспортных, так и фискальных доходов, так как значимую долю поставок товаров за рубеж составляют производимые преимущественно из российского сырья нефтепродукты. РА, КР и РТ демонстрируют высокую степень зависимости от импорта товаров и услуг, при этом существенная доля приходится на нефтепродукты. В данном случае трансмиссия внешних шоков на экономическую активность, в первую очередь, проявляется через динамику импорта. Другой особенностью РА, КР и РТ является частичное финансирование дефицитов торговых балансов поступлениями от мигрантов, большинство которых трудится в РФ. Поэтому изменение цен на нефть также транслируется в экономики указанных государств региона опосредованно по каналу денежных переводов через их влияние на внутренний потребительский спрос (*рисунок 1.В*).

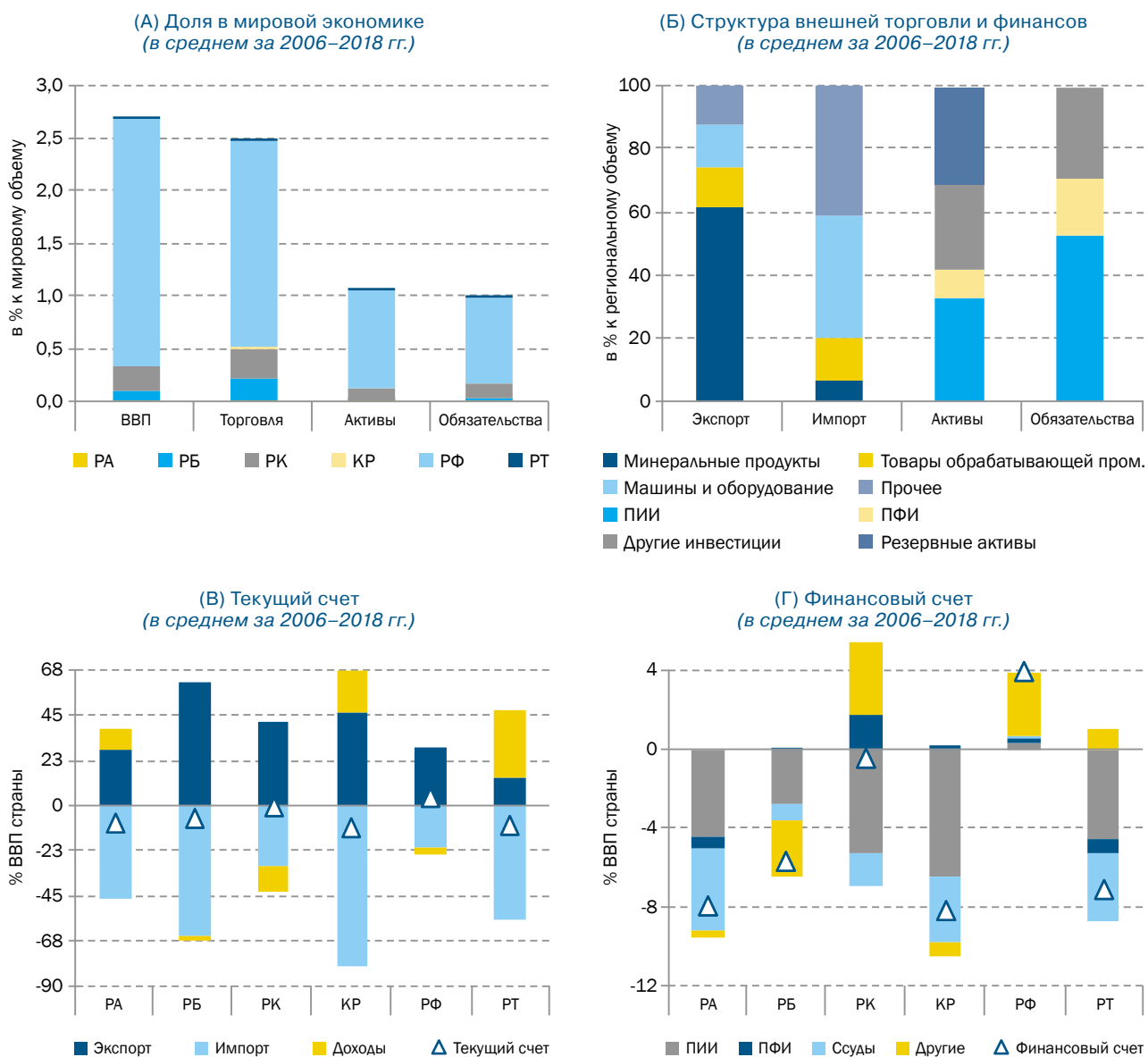
Влияние внешних шоков финансового характера на страны региона различается в зависимости от степени их интеграции в мировую финансовую систему. Все государства-участники ЕАБР, за исключением РФ, являются чистыми заемщиками на мировых финансовых рынках. При этом внешние обязательства преимущественно формируются за счет задолженности перед прямыми иностранными инвесторами либо кредитов и займов. В РА, КР и РТ привлечение внешних заимствований производится преимущественно государственным сектором, в том числе посредством сравнительно дешевых долгосрочных кредитов международных институтов развития. В этой связи шоки на глобальных финансовых рынках оказывают ограниченное воздействие на экономики указанных государств. Резиденты РК и РФ проявляют большую активность на мировом рынке портфельных инвестиций, размещая активы за рубежом, а привлечение кредитов и займов не так значимо, как в РА, КР и РТ. Учитывая большую степень интеграции РФ и РК в глобальный финансовый рынок, краткосрочные потоки капитала оказывают прямое влияние на показатели фондового и валютного рынков (*рисунок 1.Г*).

Синхронизация экономических циклов

Экономические циклы в странах региона и крупнейших экономиках мира демонстрируют признаки синхронизации. Схожая динамика разрывов⁴ выпуска в странах-участницах ЕАБР с показателями США и еврозоны показывает значимость торговых и финансовых взаимосвязей между ними. Следует отметить, что с бизнес-циклами в крупнейших развитых государствах мира сильнее коррелированы экономики государств региона, которые характеризуются большей степенью развития финансового сектора и открытостью потоков капитала (*рисунок 2*).

⁴ Разрывы представляют собой отклонения экономических переменных от своих равновесных уровней (трендов). Тренды экономических переменных не оказывают ни дополнительного инфляционного, ни дефляционного влияния. Так, положительный разрыв выпуска характеризует ситуацию в экономике, когда фактический уровень ВВП превышает его потенциальный (трендовый) уровень. Это означает использование факторов производства сверх их нормального (наиболее эффективного) уровня, что ведет к превышению предельными издержками производства предельного дохода и формированию на этой основе инфляционного давления.

Рисунок 1. Регион операций ЕАБР: размер и каналы влияния внешних факторов

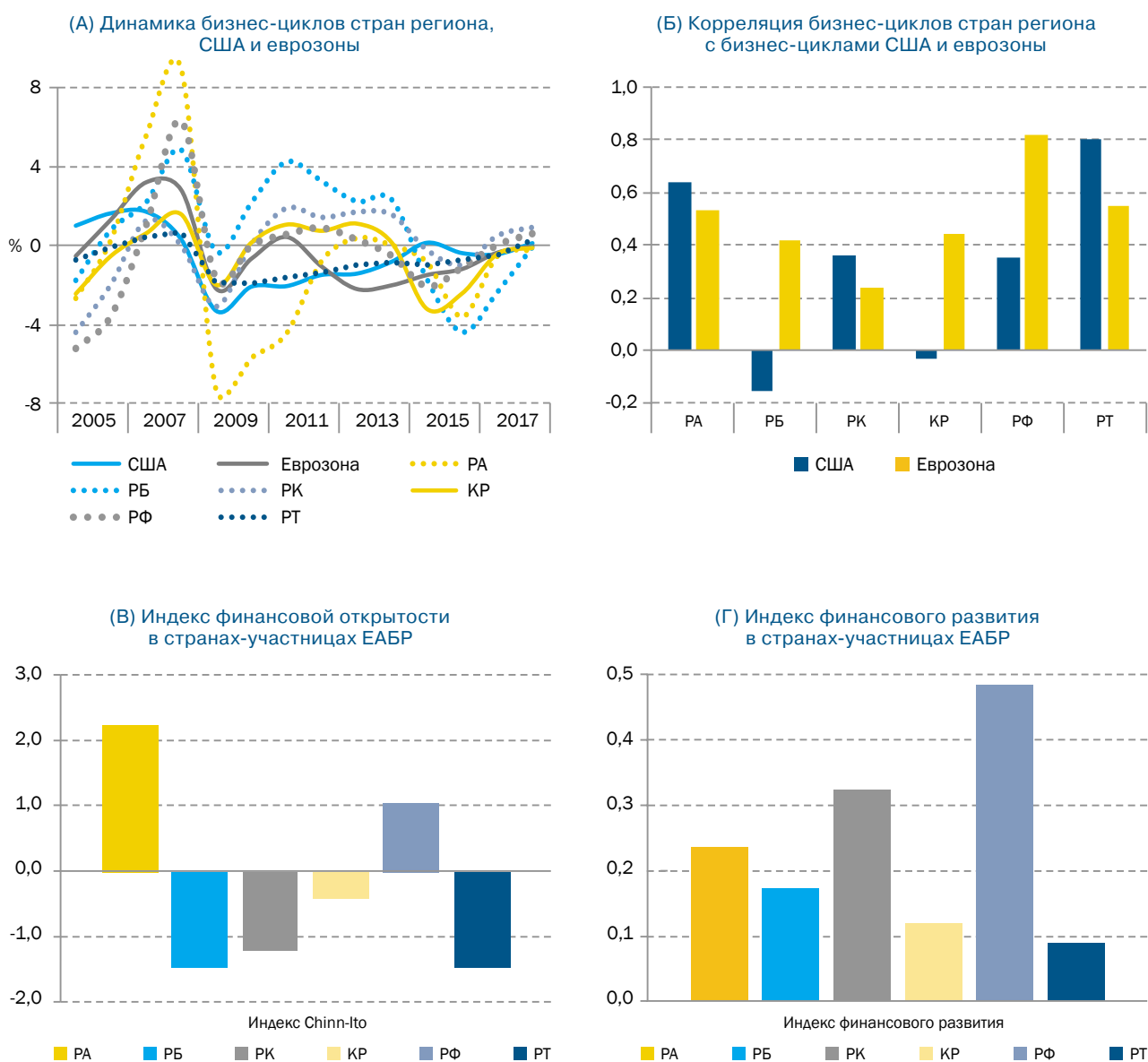


Примечания

- А. ВВП – номинальная величина в долларах США. Торговля – сумма экспорта и импорта товаров (здесь и далее включая взаимные операции). Активы и обязательства (здесь и далее включая взаимные операции) – согласно стандарту составления международной инвестиционной позиции, среднее за 2006–2017 гг. (РТ – среднее за 2010–2017 гг.).
- Б. Активы и обязательства – согласно стандарту составления международной инвестиционной позиции, на конец 2017 г.
- В. Стандартное представление платежного баланса. Экспорт и импорт товаров и услуг. Доходы – сумма балансов первичных и вторичных доходов.
- Г. Чистое кредитование (+)/ чистое заимствование (-) стандартного представления платежного баланса (РПБ Б).

Источник: МВФ, ИТС, UNCTAD, национальные ведомства, расчеты авторов

Рисунок 2. Синхронизация экономических циклов и развитие финансовых систем стран-участниц ЕАБР



Примечания

А. Динамика разрывов выпуска, оцененных с помощью ИСМ.

Б. Коэффициенты корреляции рассчитаны для показателей разрывов выпуска стран региона и разрывов выпуска в США и еврозоне соответственно на данных квартальной периодичности с I квартала 2008 г. по I квартал 2019 г.

В. Среднее значение индекса Chinn-Ito⁵ за 2012–2016 гг.

Г. Среднее значение индекса финансового развития⁶ за 2012–2017 гг.

Источник: МВФ, Chinn, Ito (2006), национальные ведомства, расчеты авторов

⁵ См. Chinn, Ito (2006).

⁶ См. Sviryzdenka (2016).

Роль товарно-сырьевого сектора в экономиках стран-участниц ЕАБР

Добыча и переработка энергетического сырья играют важную роль в экономическом развитии стран-участниц Банка. Как указано выше, регион операций ЕАБР можно разделить на группы стран нетто-экспортеров (РФ и РК) и нетто-импортеров (РА, РБ, КР и РТ) углеводородов. В государствах – поставщиках энергетического сырья (РФ и РК) сектор добычи нефти и ее переработки вносит значительный вклад в формирование основных макроэкономических показателей. Так, в двух крупнейших экономиках региона более половины экспортных поставок составляют нефть и нефтепродукты, что обуславливает их уязвимость для внешних колебаний цен на сырье. Кроме того, поступления нефтегазовых доходов обеспечивают более 40% доходной части федерального бюджета РФ и около 25% консолидированного бюджета РК. В результате на долю добычи нефти и ее переработку приходится более 15% ВДС и 50% промышленного производства в РК и около 10% и 30% соответственно в РФ (*рисунок 3.А*).

Прямое влияние нефти на экономическую динамику стран нетто-импортеров сырья является ограниченным. Основной канал воздействия колебаний нефтяных котировок на экономики РА, РБ, КР, РТ – изменение условий торговли, что обусловлено значимостью импорта энергоресурсов данными государствами. В РБ закупается топливно-энергетическое сырье используется для производства и последующего экспорта нефтепродуктов, вывозные таможенные пошлины на которые составляют более 5% доходов консолидированного бюджета. Вместе с тем, несмотря на относительно высокий удельный вес нефтепереработки в промышленности (более 15%), ВДС данного сектора экономики в РБ является минимальным (менее 1%). Следует также отметить, что завершение реализации налогового маневра в РФ в 2019–2024 гг. может отразиться в снижении маржинальности нефтеперерабатывающей отрасли в РБ и доходов бюджета от взимания пошлин. Это связано с увеличением цен на импортируемую РБ из РФ нефть и соответствующим уменьшением ставок таможенных пошлин (с их обнулением в 2024 г.) на экспортируемые страной нефтепродукты.

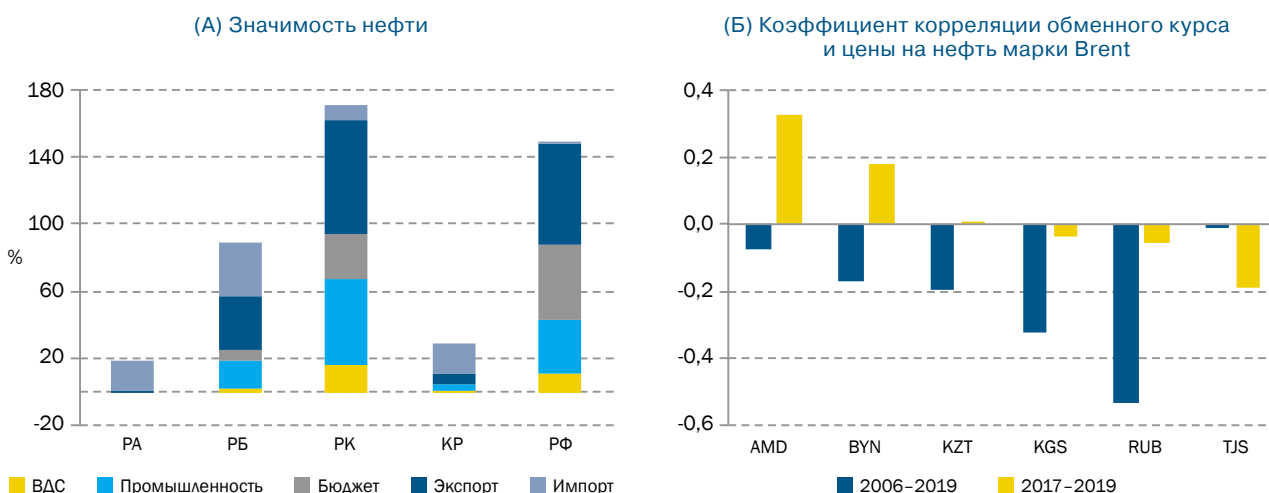
Экономики Армении, Кыргызстана и Таджикистана подвержены воздействию колебаний цен и спроса на биржевые товары. В РА почти 30% выпуска промышленности приходится на добычу и производство металлов, ключевым из которых выступает медь (ее доля в экспорте страны составляет более 20%). В экономическом развитии КР важная роль принадлежит индустрии золота (*рисунок 3.В*). Производство драгоценного металла является крупнейшей отраслью промышленности, а на поставки золота за рубеж приходится около 40% экспорта страны. В целом, согласно данным Статистического комитета КР, удельный вес предприятий по разработке месторождения Кумтор в ВВП в 2018 г. составил 8,6%. Доля добычи руд и производства металлов в выпуске промышленности РТ – около 30%. При этом значительная часть металлургии – алюминиевая отрасль – базируется на привозном сырье. Большая роль биржевых товаров в экономиках РА, КР и РТ может обуславливать наличие опосредованного эффекта внешних шоков (в том числе нефтяных цен) на макропоказатели республик через их влияние на цены базовых и драгоценных металлов.

Значимость сырьевого сектора в экономиках стран-участниц ЕАБР отражается в наличии взаимосвязи динамики курсов их национальных валют к доллару США и нефтяных цен. Вместе с тем следует отметить заметное снижение степени корреляции обозначенных показателей в большинстве государств региона в последние годы (*рисунок 3.Б*). В РФ, РК и РБ

это может объясняться действием бюджетных правил, которые ограничивают подверженность экономик воздействию внешних шоков. В то же время заметное уменьшение степени взаимосвязи курсов российского рубля и тенге к доллару США в 2017-м – первой половине 2019 г. может быть частично связано с тем, что данный период в целом характеризовался восстановлением нефтяных котировок после падения в 2014–2016 гг. В периоды резкого снижения цен на нефть российская и казахстанская валюты по-прежнему испытывают давление к ослаблению, но в гораздо меньших масштабах по сравнению с 2005–2016 гг. Так, в январе 2019 г. стоимость нефти Brent снизилась к уровню октября 2018 г. более чем на 26%, а ослабление российского рубля и тенге к доллару США за аналогичный период составило около 2% и 3% соответственно. Вероятное наличие асимметрии в реакции курсов драма и белорусского рубля на разнонаправленные движения нефтяных котировок могло явиться одной из причин формирования положительной корреляции между показателями в последние годы.

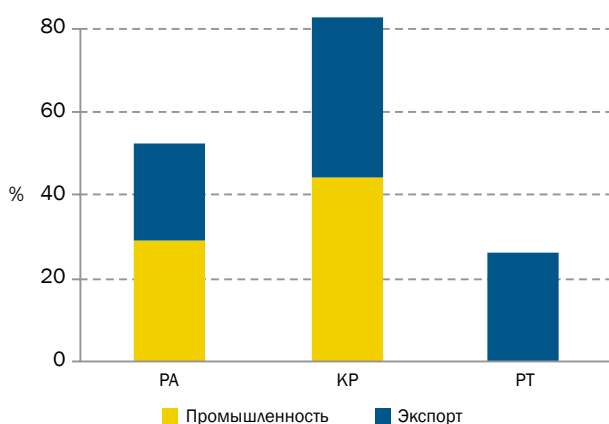
Высокая степень торгово-экономической интеграции стран региона с Россией объясняет наличие тесной зависимости их экономики от развития в РФ. Основными каналами выступают торговля, денежные переводы и финансовые потоки. Рынок РФ является одним из основных для РБ (доля экспорта в РФ в среднем за 2005–2018 гг. составила около 38%), РА (почти 20%) и КР (около 14%). Денежные переводы из РФ обеспечивают более 60% суммарных поступлений от трудовых мигрантов в РА, 70% в РТ и почти 80% в КР (рисунок 3.Г). При этом исследования по КР⁷ показали, что динамика денежных переводов, поступающих в республику, находится в procyclical зависимости от динамики реального ВВП РФ, и данная зависимость со временем усиливается. Помимо того, что РФ является крупным рынком сбыта для стран-участниц ЕАБР, она также относится к числу ключевых прямых иностранных инвесторов в государствах региона. Кроме того, в РБ более 50% внешнего государственного долга приходится на обязательства перед РФ. В то же время следует отметить, что по сравнению с другими странами региона взаимосвязи РК с РФ являются менее тесными как по торговым, так и финансовым потокам.

Рисунок 3. Роль товарно-сырьевого сектора в экономиках стран-участниц ЕАБР и взаимосвязи с РФ

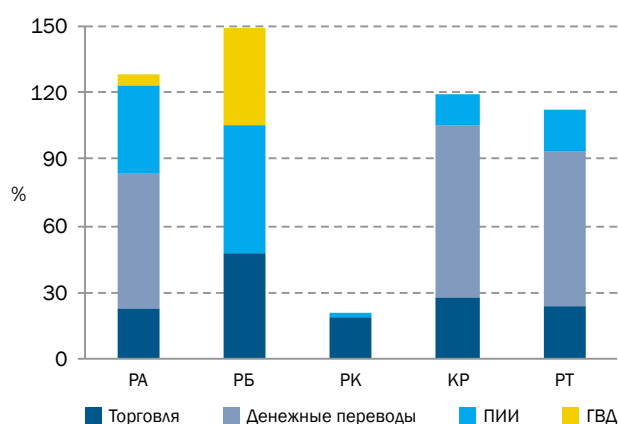


⁷ См. Бердигулова, Имаралиева (2017).

(В) Значимость биржевых товаров



(Г) Экономические связи с Россией



Примечания

- А. ВДС – доля выпуска нефти в валовой добавленной стоимости согласно таблице Затраты-Выпуск. РА – данные отсутствуют, РБ – средняя за 2012–2017 гг., РК – средняя за 2013–2017 гг., КР – средняя за 2013–2016 гг., РФ – средняя за 2011–2015 гг. Промышленность – доля добычи нефти и ее переработки в объеме промышленного производства страны, средняя за 2006–2018 гг. (для РК – средняя за 2006–2017 гг.). Бюджет – доля нефтегазовых поступлений в доходах бюджета. РБ – доля ввозных/вывозных пошлин в доходах консолидированного бюджета, средняя за 2015–2018 гг. РК – доля налоговых поступлений от организаций нефтяного сектора по утвержденному перечню в доходах консолидированного бюджета, средняя за 2007–2018 гг. РФ – доля нефтегазовых доходов в доходах федерального бюджета, средняя за 2006–2018 гг. РА, КР – данные отсутствуют. Экспорт, импорт – доля нефтепродуктов в общем объеме экспорта/импорта страны, средняя за 2006–2018 гг.
- Б. Коэффициенты корреляции рассчитаны для показателей приростов курсов национальных валют стран региона к доллару США и цены нефти марки Brent на данных месячной периодичности с января 2005 г. по июль 2019 г. AMD, BYN, KZT, KGS, RUB, TJS – курсы армянского драма, белорусского рубля, казахстанского тенге, кыргызского сома, российского рубля и таджикского сомони к доллару США соответственно.
- В. РА – доля меди в общем объеме промышленного производства/экспорта, средняя за 2006–2018 гг. КР – доля золота в общем объеме промышленного производства/экспорта, РТ – доля алюминия в общем объеме экспорта страны, средняя за 2014–2018 гг.
- Г. Торговля – доля РФ во внешнеторговом обороте страны, средняя за 2006–2018 гг. Денежные переводы – доля РФ в валовом притоке денежных переводов в страну, средняя за 2010–2011 гг. ПИИ – доля РФ в запасах ПИИ, средняя за 2014–2016 гг. (для РТ – средняя за 2015–2016 гг.). ГВД – доля РФ в государственном внешнем долге страны по состоянию на конец 2018 г. (РА, РБ – оценки РБК⁸).

Источник: ICT, ВБ, национальные ведомства, расчеты авторов

⁸ См. РБК: Белоруссия, Украина и Венесуэла оказались крупнейшими должниками России. – Режим доступа: <https://www.rbc.ru/economics/19/08/2019/5d48bb559a7947e2278c1fa5>. – Дата доступа: 21.08.2019.

ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ ВНЕШНИХ ШОКОВ НА ЭКОНОМИКИ СТРАН-УЧАСТНИЦ ЕАБР

Методика оценки

Оценка степени воздействия внешних шоков на экономики стран-участниц ЕАБР осуществлена с использованием внедренной в Банке интегрированной системы моделей. ИСМ реализует задачи ЕАБР и ЕЭК в сфере анализа и прогнозирования макроэкономической ситуации в регионе, а также позволяет расширить возможности в части анализа мер реагирования монетарной политики на шоки и риски, связанные с мировой и национальными экономическими системами, а также изменением цен на сырьевые товары⁹. В основе ИСМ лежат полуструктурные модели с денежно-кредитными и налогово-бюджетными секторами. Модельный комплекс, используемый ЕАБР, охватывает все шесть государств-членов Банка. Его важным достоинством является возможность осуществления анализа и прогноз экономического развития как каждого отдельного государства-участника ЕАБР, так и одновременно для всего региона с учетом имеющихся взаимосвязей между экономиками и внешним миром.

В исследовании рассматривается влияние двух актуальных внешних шоков на экономики стран-участниц ЕАБР: снижение мирового спроса и цены на нефть. Первый рисковый сценарий (*снижение мирового спроса*) основывается на предпосылке о негативном воздействии усиления противоречий между США и Китаем в сфере торговли на глобальную экономическую активность. Снижение мирового выпуска приведет к сокращению спроса на энергоресурсы и другие сырьевые товары, что отразится в уменьшении их стоимости. Предполагается временный характер влияния торгового конфликта на мировой экономический цикл, что не вызовет изменения динамики долгосрочных трендов основных макроэкономических показателей. Для реализации сценария в ИСМ вводились структурные шоки показателей разрывов выпуска США, еврозоны, Китая и остального мира. Дополнительно инкорпорировались структурные шоки показателей цен сырьевых товаров, так как данные переменные в реальном выражении являются независимыми в ИСМ и не реагируют на изменение макроэкономических условий. Второй рисковый сценарий (*снижение цены на нефть*) предполагает экзогенный шок падения нефтяных котировок, связанный с временным увеличением предложения сырья (например, в случае ускоренного наращивания поставок сланцевой нефти США). Для реализации данного сценария в ИСМ вводились структурные шоки цены на нефть и другие сырьевые товары.

Реакция макроэкономических переменных на шоки рассчитывалась как разница между их динамикой в рисковом и базовом сценариях. Базовый сценарий представляет собой прогноз на основе ИСМ без введения каких-либо дополнительных допущений. Так как в настоя-

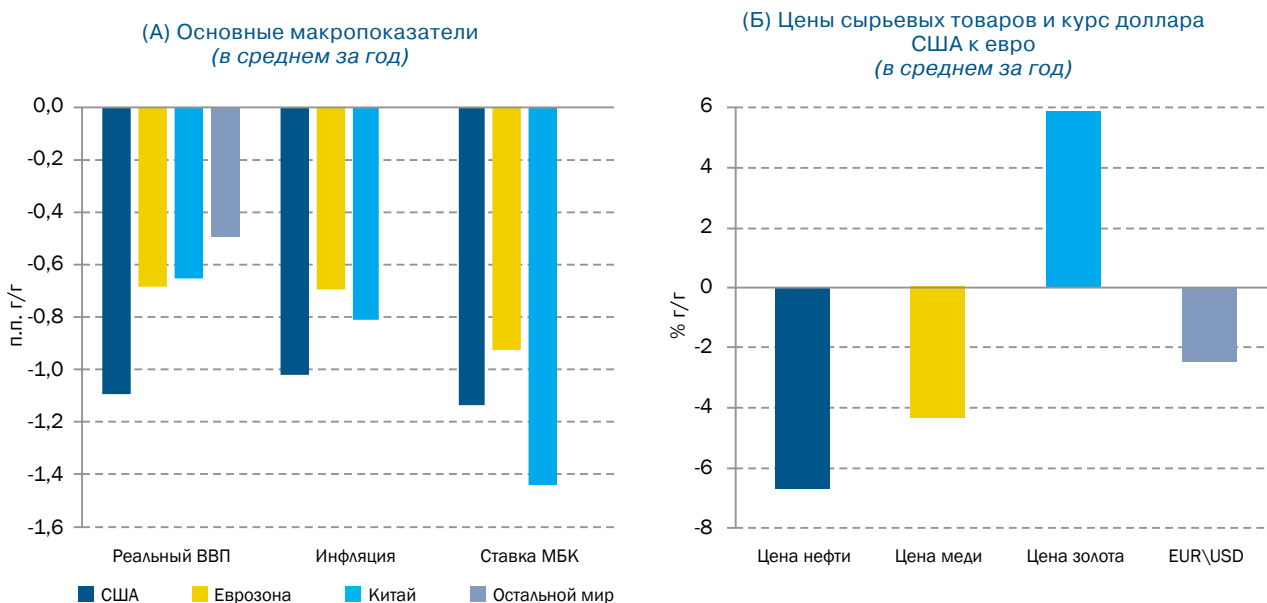
⁹ См. Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза. – М.: ЕЭК, СПб.: ЦИИ ЕАБР, 2016. – 116 с.

щей работе рассматриваются временные шоки, реакция переменных оценивается на временном периоде, равном одному году.

Результаты оценки влияния временного шока мирового спроса на экономики стран-участниц ЕАБР

Снижение спроса в США вызовет замедление роста мировой экономики и падение цен на сырьевые товары (рисунок 4). Временный шок (в течение года) сокращения темпа прироста ВВП США в размере 1 п.п., согласно нашим оценкам, приведет к снижению ВВП еврозоны, Китая и остального мира на 0,7, 0,7 и 0,5 п.п. соответственно по сравнению с базовым сценарием. Сокращение мирового выпуска вызовет падение цен сырьевых товаров, в том числе нефти и металлов, в связи со снижением их потребления в качестве фактора производства. Уменьшение совокупного спроса обусловит существенное замедление инфляционных процессов в рассматриваемых регионах, что повлечет смягчение монетарной политики. Возрастание глобальной неопределенности и снижение интереса к риску окажет воздействие на увеличение инвестиций в «защитные» активы, в первую очередь золото и доллар США, что поддержит их стоимость.

Рисунок 4. Влияние снижения темпа прироста ВВП США на 1 п.п. на мировую экономику и цены сырьевых товаров



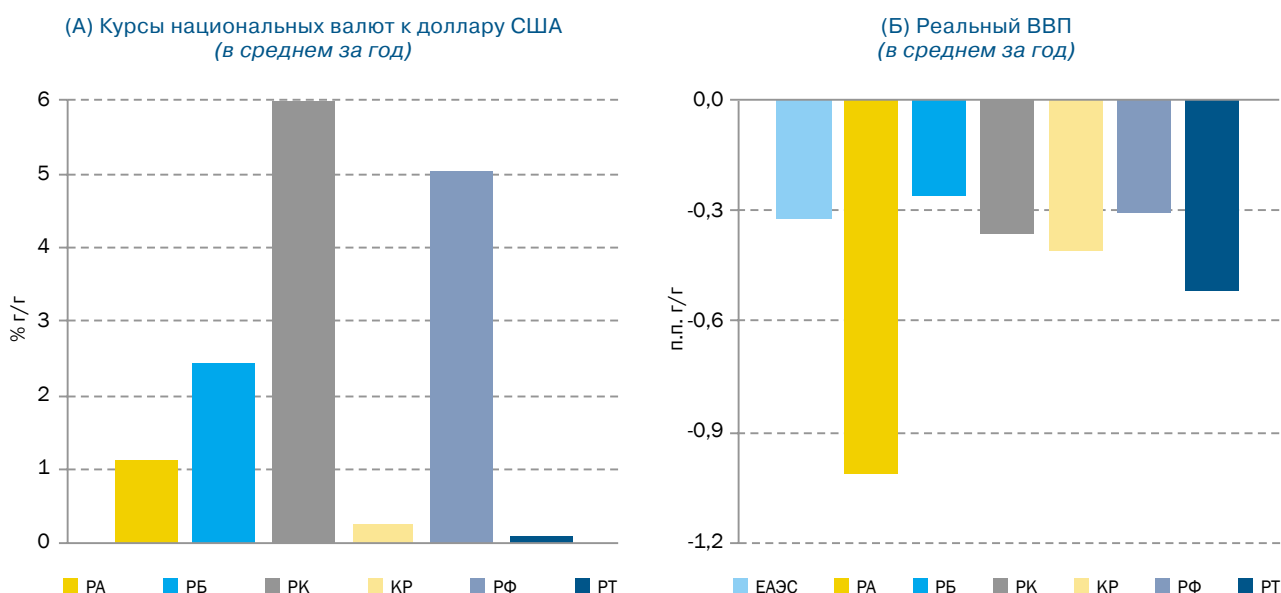
Примечания

А, Б. На рисунках показана реакция экономических показателей на изменение темпа прироста ВВП США на 1 п.п. за год. Результаты представляют собой разницу между значениями переменных в рисковом и базовых сценариях. В качестве значений переменных используются их средние величины за год после шока спроса в США. На последующих рисунках представление результатов аналогично. Для калибровки влияния шока спроса в США на экономический рост в остальном мире и цены на сырьевые товары использовались исследования специалистов ВБ (Kose et al., 2017) и МВФ (Arezki et al., 2017).

Источник: расчеты авторов

Снижение мировых цен на энергоресурсы и уменьшение инвестиционной привлекательности развивающихся рынков сформирует давление на курсы национальных валют стран-участниц ЕАБР к доллару США. При этом масштаб дополнительной девальвации различается, что в первую очередь связано с действующими режимами курсообразования в государствах региона (рисунок 5). Наибольшее ослабление по отношению к доллару США прогнозируется для казахстанского тенге и российского рубля на фоне увеличения оттока капитала. Снижение курса белорусского рубля к американской валюте, вероятно, будет сдерживаться его укреплением к российскому рублю¹⁰. В РА, КР и РТ значительных колебаний национальных валют к доллару США не ожидается.

Рисунок 5. Влияние временного шока мирового спроса на валютные курсы и экономический рост в странах-участницах ЕАБР



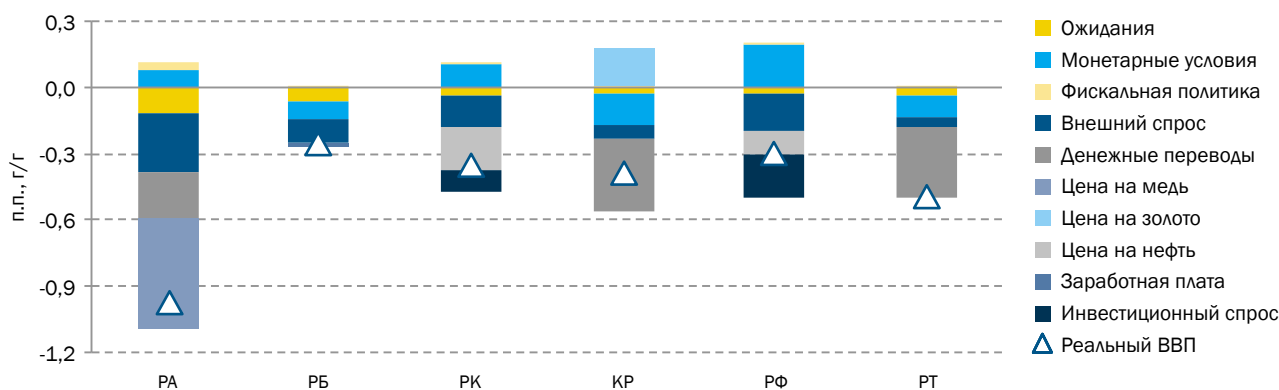
Источник: расчеты авторов

Сокращение мирового спроса и цен на сырьевые товары приведет к замедлению экономического роста стран-участниц ЕАБР на 0,3 п.п. в течение года. Негативный эффект на динамику выпуска наблюдается во всех странах региона, а масштаб реакции ВВП в большинстве государств является сопоставимым (сильное снижение ВВП РА объясняется дополнительным воздействием на его динамику со стороны цен на медь). В то же время каналы трансмиссии шока внешнего спроса на экономическую активность в странах-членах Банка различаются, что связано со структурными особенностями их экономик и проводимой денежно-кредитной и курсовой политикой (рисунок 6).

¹⁰ Так, в 2018 г. российский рубль девальвировался к доллару США на 11,9% (декабрь 2018 г. к декабрю 2017 г.) на фоне ужесточения санкций к РФ. В то же время ослабление белорусского рубля к американской валюте составило 5,8% при укреплении к российской на 7,6%.

Уменьшение мирового спроса окажет прямое негативное влияние на динамику ВВП РФ и РК через канал внешней торговли. Падение нефтяных котировок и мирового потребления углеводородов в ответ на замедление глобального роста является дополнительным фактором сокращения экономической активности в РФ и РК в рисковом сценарии по сравнению с базовым. Вместе с тем реализация фискальной политики в рассматриваемых государствах с применением бюджетных правил ограничивает негативный эффект падения сырьевых цен на ВВП. В условиях повышения глобальной неопределенности ожидается усиление оттока капитала с развивающихся рынков, которое в случае РФ и РК может быть усилено падением цен на минеральные продукты¹¹. В результате значимым каналом воздействия шока снижения внешнего спроса на экономики двух крупнейших стран региона является замедление инвестиционной активности¹². Поддержку торгуемому сектору экономик РФ и РК в рисковом сценарии будет оказывать ослабление курсов национальных валют. Плавающий валютный курс в рассматриваемых странах выполняет функцию «абсорбции» внешних шоков, смягчая их негативное влияние на основные макроэкономические показатели.

Рисунок 6. Каналы влияния временного шока мирового спроса на темпы прироста ВВП стран-участниц ЕАБР



Примечания

- Монетарные условия представляют собой средневзвешенную величину разрывов процентной ставки и реального эффективного курса.
- Фактор цен на нефть в странах нетто-экспортерах энергоресурсов (РФ и РК) аппроксимирует условия внешней торговли и учитывается отдельно от фактора внешнего спроса, который призван учесть влияние мирового спроса на физические объемы экспорта РФ и РК.
- Фактор инвестиционного спроса отражает вероятное замедление инвестиционной активности в связи с усилением оттока капитала, что в большей степени релевантно для РФ и РК. Данный канал учитывается отдельно от реализованного в ИСМ канала процентной ставки, изменение которой также оказывает влияние на инвестиционные решения экономических агентов.

Источник: расчеты авторов

¹¹ Оценить масштаб оттока капитала при реализации рассматриваемого сценария представляется затруднительным, так как поведение экономических агентов в кризисные периоды является сложно предсказуемым. Вместе с тем динамика чистого ввоза капитала частным сектором в РФ и РК в 2014–2015 гг. на фоне падения цен на нефть и в РФ в 2018 г. после ужесточения санкций указывает на вероятность существенных колебаний показателя. В 2014–2015 гг. отток капитала из РФ составлял в среднем 5,8% ВВП в год после оттока в среднем в размере 2,5% в год в 2012–2013 гг., в РК – отток в размере 1,8% ВВП после притока в 3% соответственно. В 2018 г. чистый вывоз капитала частным сектором из РФ увеличился до 63 млрд долл. США (3,8% ВВП) с 24,3 млрд долл. США в 2017 г. (1,5% ВВП).

¹² Воздействие оттока капитала на инвестиционную активность в РФ и РК основывается на результатах исследования специалистов ВБ (Kose et al., 2017), согласно которым сокращение темпа прироста ВВП в США на 1 п.п. приводит к снижению инвестиций в развивающихся странах на около 1,5 п.п. в течение года.

Высокая значимость денежных переводов из России усиливает воздействие негативно-го шока внешнего спроса на экономики Армении, Кыргызстана и Таджикистана. Снижение трансфертов трудовых мигрантов из крупнейшей экономики региона в рисковом сценарии, связанное с замедлением роста ВВП РФ, выступает дополнительным каналом трансмиссии шока сокращения мировой экономической активности в динамику выпуска РА, КР и РТ.

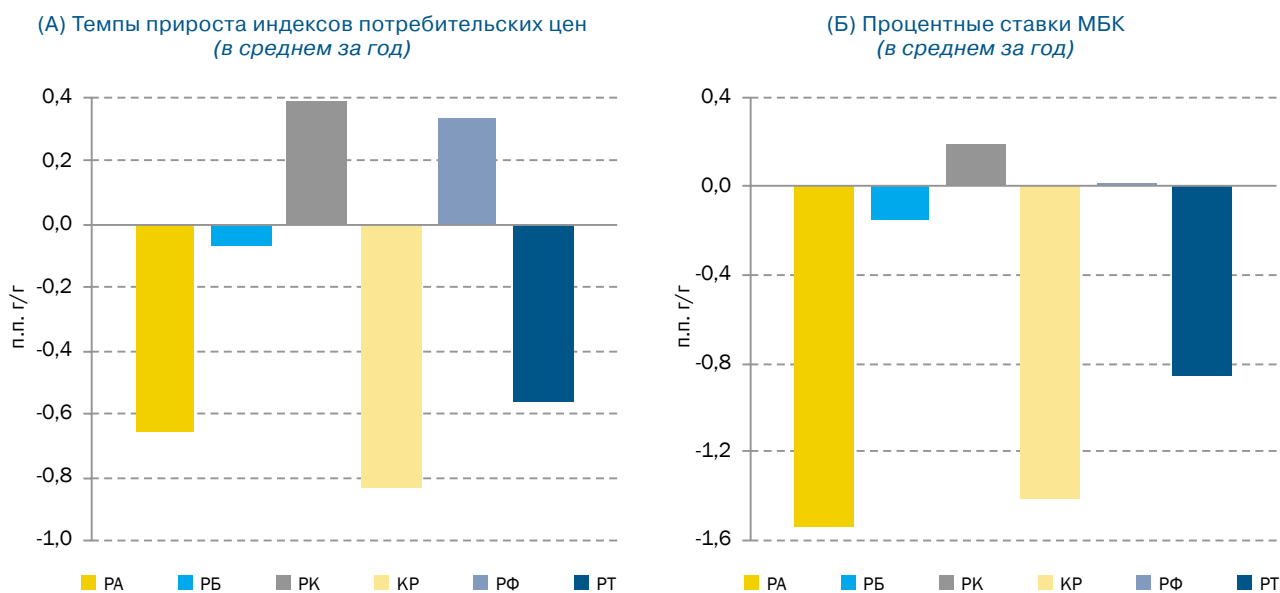
Динамика цен биржевых товаров является важным элементом механизма передачи внешнего шока в экономики Армении и Кыргызстана. В случае РА негативный эффект от сокращения внешнего спроса существенно усиливается из-за снижения цен на металлы, в том числе медь, производство и экспорт которой имеют высокую значимость для армянской экономики. В то же время КР может извлечь дополнительные выгоды из-за увеличения мирового спроса на золото, так как выпуск драгоценного металла обеспечивает почти 10% ВВП республики. Следует отметить, что низкая волатильность валютного курса кыргызского сома к доллару США на фоне глобального укрепления американской валюты может оказать сдерживающее воздействие на чистый экспорт и ВВП КР. Относительно слабое влияние колебаний внешнего спроса на экономику РТ объясняется более низкой, чем в других государствах-членах ЕАБР, долей экспорта в ВВП этой страны.

Внешняя торговля является основным каналом трансмиссии шока внешнего спроса на экономическую активность Беларуси. Открытость белорусской экономики обуславливает преобладание торгового канала в механизме передачи рассматриваемого шока на ВВП страны. Эффект от снижения спроса на белорусские товары и услуги в рисковом сценарии усиливается из-за ужесточения монетарных условий, в первую очередь связанного с укреплением белорусского рубля к российскому.

Реакция инфляции и монетарной политики в государствах региона в ответ на шок внешнего спроса различается (рисунок 7). Это во многом объясняется неоднородностью отклика ВВП и валютных курсов стран-участниц ЕАБР. Ослабление национальных валют в РФ и РК ведет к усилению инфляционного давления. Вместе с тем в условиях замедления экономического роста и отмеченного в последние годы снижения эффектов переноса валютных курсов на инфляцию в данных странах¹³ повышение темпов прироста потребительских цен в рисковом сценарии по отношению к базовому оценивается в пределах 0,3–0,4 п.п. в течение года. В результате не ожидается значимого изменения ключевых процентных ставок монетарной политики ЦБ РФ и НБ РК. В РБ также не прогнозируется существенного влияния внешнего шока на инфляционные процессы и динамику ставки рефинансирования. Увеличение давления на рост цен в РБ из-за повышения инфляционных ожиданий и инфляции в РФ будет компенсировано замедлением экономической активности в стране. Значимое снижение темпов прироста ИПЦ в рисковом сценарии ожидается в КР, РА и РТ. Это связано с дефляционным давлением со стороны замедления внутреннего спроса в данных странах, которое, в отличие от других государств региона, не компенсируется динамикой валютного курса. В результате недопущение значительного отклонения инфляции от целевых ориентиров предполагает понижение ключевых процентных ставок монетарной политики ЦБ РА, НБ КР и НБ РТ.

¹³ См. специальный доклад ЕАБР «Эффекты переноса валютных курсов на инфляцию в странах – участницах ЕАБР» (2019).

Рисунок 7. Влияние временного шока мирового спроса на инфляцию и процентные ставки в странах-участницах ЕАБР

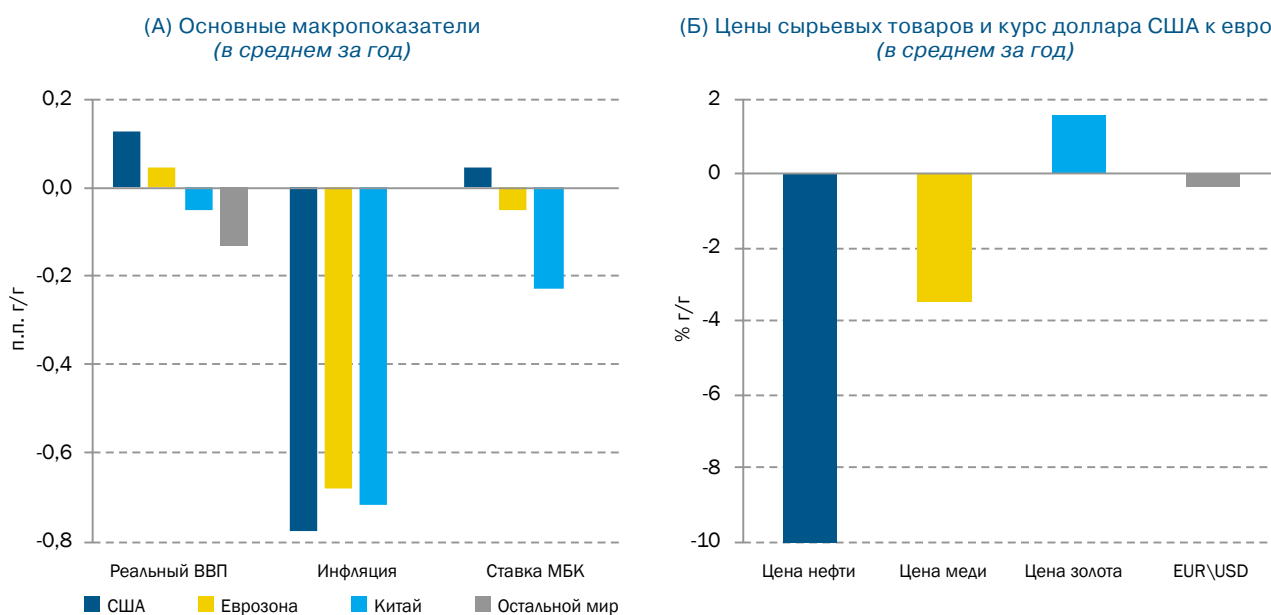


Источник: расчеты авторов

Результаты оценки влияния временного шока снижения цен на нефть на экономики стран-участниц ЕАБР

Временное снижение цены нефти приведет к замедлению мировой инфляции (рисунок 8). Ключевой предпосылкой рассматриваемого рискованного сценария является краткосрочное падение нефтяных котировок на 10% в среднем за год под влиянием временного увеличения добычи сырья. Снижение цен на энергоносители приведет к замедлению инфляции в крупнейших экономиках мира, что окажет слабое положительное влияние на темпы роста ВВП США и еврозоны. Экономическая активность в остальном мире несколько замедлится. В силу временного характера шока и снижения инфляции, в первую очередь за счет высоковолатильного компонента цен энергетических товаров, значимого изменения процентных ставок крупнейшими центральными банками мира не ожидается. Вместе с тем падение нефтяных котировок окажет краткосрочное негативное воздействие на динамику цен металлов, в том числе меди, и позитивное на «защитные» активы, в том числе золото.

Рисунок 8. Влияние временного шока цены на нефть на мировую экономику и цены сырьевых товаров



Примечания

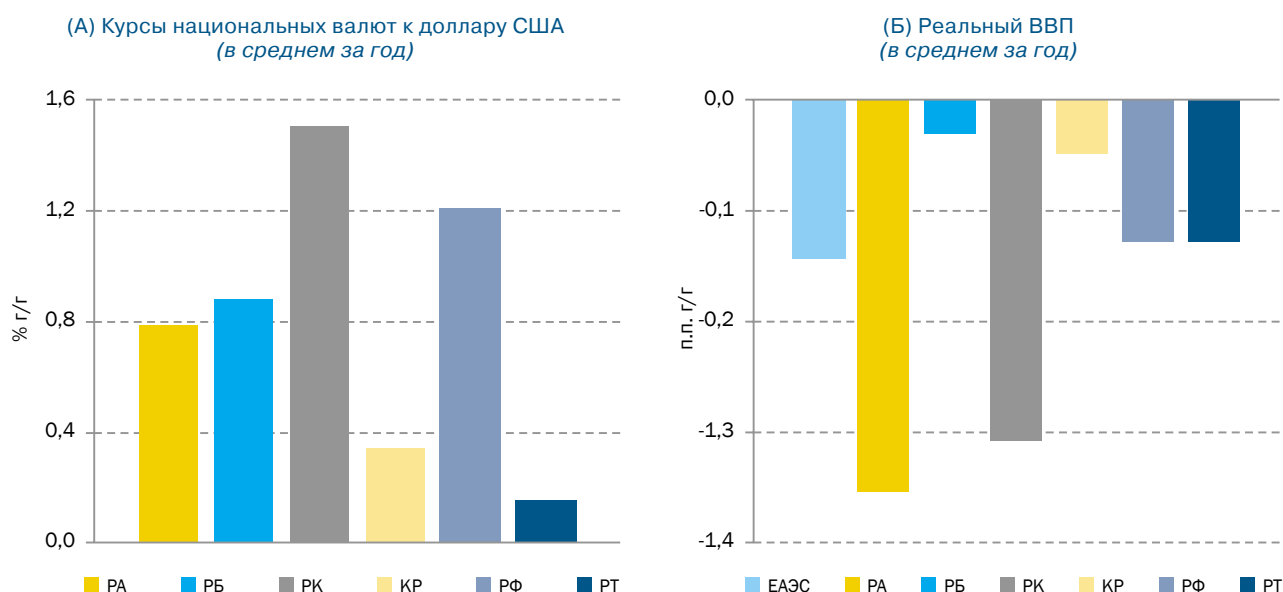
а. Для калибровки влияния временного шока цены на нефть на экономический рост в мире и цены на сырьевые товары использовались исследования специалистов ВБ (Kose et al., 2017) и МВФ (Arezki et al., 2017).

Источник: расчеты авторов

Ослабление национальных валют стран-участниц ЕАБР в ответ на временное падение нефтяных котировок прогнозируется умеренным (рисунок 9). 10%-ное снижение стоимости нефти за год приведет к дополнительной девальвации российского рубля и казахстанского тенге по отношению к доллару США на 1,2% и 1,5% соответственно. Оценки существенно ниже полученных при моделировании шока внешнего спроса. Это связано с ожидаемым меньшим объемом оттока капитала из РФ и РК в данном сценарии, так как снижение цен на нефть является краткосрочным и не усиливается ростом глобальной неопределенности. Рассчитанные оценки реакции курсов российского рубля и тенге в ответ на 10%-ное падение нефтяных котировок ниже представленных в специальном докладе ЕАБР (2017)¹⁴. Повышение устойчивости валютных курсов двух крупнейших экономик региона (РФ и РК) к колебаниям цен на сырьевые товары в последние годы связано с реализацией сбалансированной внутриэкономической политики, в том числе введением бюджетных правил. Национальные валюты других стран региона также реагируют небольшим ослаблением на снижение нефтяных котировок.

¹⁴ В специальном докладе ЕАБР «Оценка чувствительности макропоказателей стран ЕАБР» (2017) приводятся оценки укрепления российского рубля и тенге к доллару США в течение четырех кварталов в ответ на 10%-ный долгосрочный рост цен на нефть в размере 5,6% и 3,2% соответственно.

Рисунок 9. Влияние временного шока цены на нефть на валютные курсы и экономический рост в странах-участницах ЕАБР



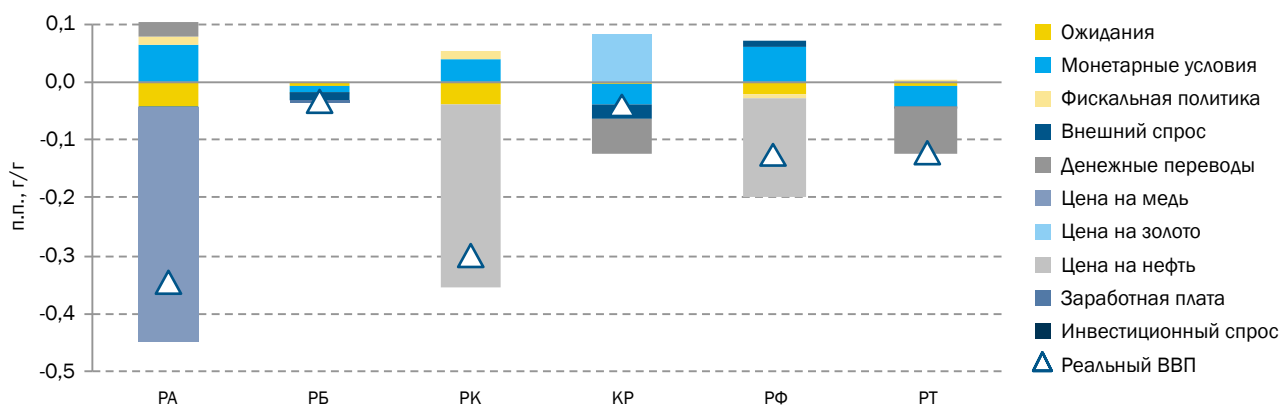
Источник: расчеты авторов

Темп прироста агрегированного ВВП стран-участниц ЕАБР в ответ на временное снижение цены нефти на 10% замедлится на 0,14 п.п. в течение года. Как и в случае с шоком мирового спроса, сокращение экономической активности по сравнению с базовым сценарием прогнозируется во всех странах региона (рисунок 9). Вместе с тем масштаб реакции ВВП государств-членов Банка на негативный шок нефтяных цен ниже. Это связано с тем, что воздействие данного шока через торговый канал ожидается небольшим, так как временное падение цен минеральных ресурсов не приведет к существенному сокращению внешнего спроса на экспортируемые странами региона товары и услуги. Кроме того, в данном сценарии не прогнозируется значительного оттока капитала с развивающихся рынков.

Сохранение высокой значимости сырьевого сектора в экономиках России и Казахстана обусловит замедление роста их ВВП в течение года на 0,13 и 0,30 п.п. соответственно в ответ на 10%-ное временное снижение нефтяных цен (рисунок 10). Поддержку экономической активности в крупнейших странах региона, как и в случае шока внешнего спроса, окажет смягчение монетарных условий на фоне ослабления национальных валют. Следует отметить: как и для курсовой динамики, полученные оценки реакции ВВП РФ и РК на шок цен нефти значительно ниже результатов, представленных в специальном докладе ЕАБР (2017)¹⁵, что в том числе связано с действием бюджетных правил.

¹⁵ В специальном докладе ЕАБР «Оценка чувствительности макропоказателей стран ЕАБР» (2017) приводятся оценки увеличения ВВП РФ и РК в течение четырех кварталов в ответ на 10%-ный долгосрочный рост цен на нефть в размере 0,41 п.п. и 0,8 п.п. соответственно.

Рисунок 10. Каналы влияния временного шока и цены на нефть на темпы прироста ВВП стран-участниц ЕАБР



Примечания

- Монетарные условия представляют собой средневзвешенную величину разрывов процентной ставки и реального эффективного курса.
- Фактор цен на нефть в странах нетто-экспортерах энергоресурсов (РФ и РК) аппроксимирует условия внешней торговли и учитывается отдельно от фактора внешнего спроса, который призван учесть влияние мирового спроса на физические объемы экспорта РФ и РК.

Источник: расчеты авторов

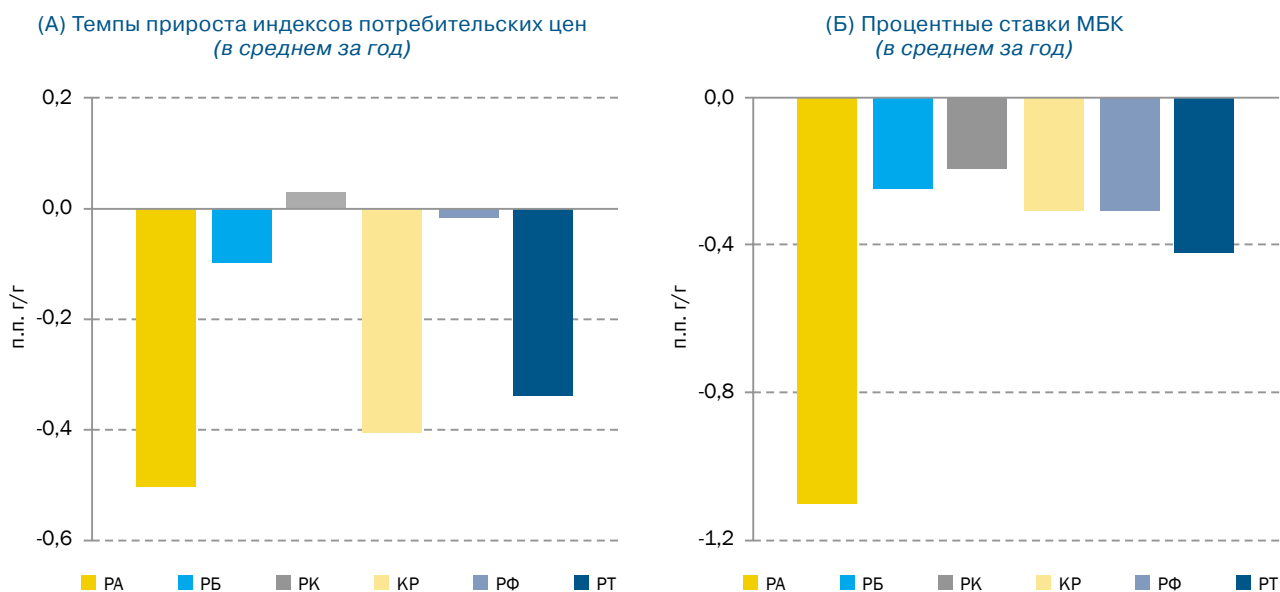
В Армении основным каналом трансмиссии негативного нефтяного шока выступает снижение цен на медь (рисунок 10). Масштаб реакции ВВП республики на шок нефтяных цен заметно ниже по сравнению со сценарием шока внешнего спроса. Это связано с меньшим негативным эффектом через каналы денежных переводов и внешней торговли на фоне меньшего сокращения экономической активности в РФ и других странах – основных торговых партнерах РА.

Реакция ВВП Беларуси и Кыргызстана на снижение нефтяных цен прогнозируется минимальной (рисунок 10). В РБ направление доходов от таможенных пошлин на экспортируемые страной нефтепродукты на финансирование государственного долга наряду с накопленными в последние годы резервами за счет исполнения бюджета с профицитом снижает подверженность экономики временным колебаниям цен на углеводороды. Основным эффектом от снижения нефтяных котировок на ВВП РБ связан с сокращением спроса на производимые в стране товары со стороны РФ, а также уменьшением конкурентоспособности белорусских производителей на рынке основного торгового партнера из-за укрепления белорусского рубля к российскому. В КР негативный эффект на экономическую активность со стороны уменьшения притока денежных переводов компенсируется положительным воздействием роста цен на золото. Сокращение трансфертов трудовых мигрантов выступает ключевым фактором снижения роста ВВП РТ в ответ на падение нефтяных котировок.

Реакция инфляции в странах-участницах ЕАБР на снижение мировых цен на нефть является неоднородной (рисунок 11). В РК возможно незначительное ускорение инфляционных процессов из-за ослабления национальной валюты. В остальных странах региона ожидается формирование дефляционного давления на фоне замедления роста цен на энергоресурсы, сокращения внутреннего спроса и снижения инфляции в еврозоне. Наиболее значимое уменьшение темпа прироста индекса потребительских цен прогнозируется в РА, что связано с замедле-

нием экономической активности в республике в ответ на шок нефтяных цен. Сильное снижение инфляции ожидается в РТ, что отчасти обусловлено волатильной динамикой внутренних цен на бензин, которые при реализации эффектов второго раунда оказывают дополнительное дезинфляционное воздействие. Недопущение значительного отклонения инфляции от целевых ориентиров в данном сценарии предполагает понижение ключевых процентных ставок монетарной политики центральными/национальными банками стран-участниц ЕАБР.

Рисунок 11. Влияние временного шока цены на нефть на инфляцию и процентные ставки в странах-участницах ЕАБР



Источник: расчеты авторов

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Высокая значимость внешнеэкономических торговых и финансовых потоков обуславливает подверженность стран-участниц ЕАБР влиянию внешних шоков. Структура экспортно-импортных операций государств региона, где ключевая роль по-прежнему принадлежит сырьевым товарам, ведет к уязвимости их экономик перед колебаниями конъюнктуры мировых товарных рынков, в первую очередь энергоресурсов. Экзогенный шок падения цен на нефть в размере 10% за год может стоить около 0,14 п.п. агрегированного ВВП стран-участниц ЕАБР. Наибольший негативный эффект ожидается для экономики РК в силу ее сильной зависимости от нефтяного сектора, а также РА, где основным каналом трансмиссии шока выступает его влияние на стоимость меди, которая является ключевым товаром армянского экспорта.

Открытость экономик региона, а также интегрированность крупнейших стран-членов Банка (РФ и РК) в мировой финансовый рынок определяют существенное воздействие шоков внешнего спроса на экономическое развитие государств. Снижение роста ВВП США на 1 п.п. за год, сопровождаемое повышением глобальной неопределенности и уменьшением интереса инвесторов к активам развивающихся рынков, может привести к сокращению прироста агрегированного ВВП стран-участниц ЕАБР на 0,3 п.п. в течение года преимущественно через каналы внешней торговли и финансовых потоков. Меньшему негативному эффекту шока мирового спроса на экономики РФ, РК и РБ способствует гибкость курсов их национальных валют, ослабление которых в ответ на усиление глобальных рисков выступает механизмом абсорбции внешнего шока. В РА, КР и РТ воздействие сокращения глобального выпуска на внутреннюю экономическую активность усиливается высокой значимостью денежных переводов из РФ.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

Бердигулова А. Какие макроэкономические факторы определяют объем денежных переводов трудовых мигрантов: пример Кыргызской Республики / А. Бердигулова, Н. Имаралиева // Евразийский научный журнал. – № 2. – С. 259–265.

Оценка чувствительности макропоказателей стран ЕАБР / Специальный доклад ЕАБР [Электронный ресурс]. – 2017. – Режим доступа: <https://eabr.org/upload/iblock/558/OTSENKA-SHUVSTVITELNOSTI-MAKROPOKAZATELEY.pdf>. – Дата доступа: 15.08.2019.

Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза. – М.: ЕЭК, СПб.: ЦИИ ЕАБР, 2016. – 116 с.

Эффекты переноса валютных курсов на инфляцию в странах – участницах ЕАБР / Специальный доклад ЕАБР [Электронный ресурс]. – 2019. – Режим доступа: https://eabr.org/upload/iblock/d31/EABR_Special_Report_A5_06_2019.pdf. – Дата доступа: 15.08.2019.

Arezki, Z. J. Oil prices and the global economy / Z. J. Arezki, [et al.] // IMF Working Paper. – 2017. – № WP/17/15. – 30 p.

Chinn, M. D. What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions / M. D. Chinn, H. Ito // Journal of Development Economics. – 2006. – Vol. 81, № 1. – P. 163–192.

Kose, M. A. The global role of the U.S. economy: Linkages, policies and spillovers / M. A. Kose, [et al.] // World Bank Policy Research Working Paper. – 2017. – № 7962. – 33 p.

Svirydzenka, K. Introducing a new broad-based index of financial development / K. Svirydzenka // IMF Working Paper. – 2016. – № WP/16/5. – 42 p.



Евразийский Банк Развития

ДИРЕКЦИЯ ПО АНАЛИТИЧЕСКОЙ РАБОТЕ ОТДЕЛ ЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА

Комментарии, предложения и замечания
к настоящему тематическому докладу вы можете направить
по адресу pressa@eabr.org

Авторы тематического доклада:
Кузнецов А.С., Харитончик А.И., Бердигулова А.Р., Федоров К.С.



Евразийский Банк Развития

www.eabr.org