МОНИТОРИНГ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ В РОССИИ

ТЕНДЕНЦИИ И ВЫЗОВЫ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

№ 5 (88) Апрель 2019 г.

ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ВЫВОДЫ 3

1. РЫНОК БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ: РОСТ ЗА СЧЕТ КРУПНОГО БИЗНЕСА
М.Хромов, Е.Худько 5

2. ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ РОССИИ В 2018 ГОДУ: РОСТ НЕСЫРЬЕВОГО НЕЭНЕРГЕТИЧЕСКОГО ЭКСПОРТА
А.Кнобель, А.Фиранчук 9

3. МОДЕРНИЗАЦИЯ МАГИСТРАЛЬНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ: КАК ОЦЕНИТЬ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ЭФФЕКТЫ
Т.Михайлова 15

4. РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ: МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИТОГИ 2018 ГОДА
Л.Гадий, А.Киюцевская, П.Трунин, М.Шербустанова 20

АВТОРЫ ЭТОГО НОМЕРА 24

Мониторинг подготовлен коллективом экспертов Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара (Института Гайдара), Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС), Минэкономразвития России.

Редколлегия: Дробышевский С. М., Кадочников П. А., Мау В. А., Синельников-Мурылев С. Г.

Редактор: Гуревич В. С.

ИНСТИТУТ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ имени Е. Т. ГАЙДАРА

РАНХиГС
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Мониторинг экономической ситуации в России: тенденции и вызовы социально-экономического развития. 2019. № 5 (88). Апрель / Гадий Л., Каукин А., Киюцевская А., Кнобель А., Михайлова Т., Трунин П., Фиранчук А., Хромов М., Худько Е., Шербустанова М. Под ред. Гуревича В.С., Дробышевского С.М., Кадочникова П.А., Мау В.А., Синельникова-Мурылева С.Г.; Институт экономической политики и мени Е.Т. Гайдара, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации. 24 с. URL: http://www.iep.ru/fi les/text/crisis_monitoring/2019_5-88_April.pdf

При частичном или полном использовании материалов ссылка на источник обязательна.

ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ВЫВОДЫ

Влияние внешних факторов хотя и имело для России в последнее время преимущественно позитивный характер, одновременно демонстрировало не снижаемую пока степень зависимости ее экономики от неконтролируемых зарубежных рисков. Пролонгированный до 2021 г. отказ ФРС США от монетарного ужесточения и фактическое оправдание спецпрокурором Мюллером президента Трампа привлекли на внутрироссийский финансовый рынок иностранных инвесторов, позволили Минфину России комфортно разместить еврооблигации и укрепили рубль, пусть и временно. Еще раньше нефть как курсообразующий фактор уступила место ожиданиям новых антироссийских санкций.

Относительно спокойный внешний фон и более спокойная, чем ожидалось, инфляционная динамика (следствие в том числе вялого спроса) позволили Банку России говорить о возможном снижении ставки еще до конца года, а также понизить собственный прогноз роста цен. Однако ценовая стабильность, например, на внутреннем рынке топлива достигается посредством все более сложной регуляторики, а также обещаний все новых бюджетных компенсаций производителям. При усилении последней тенденции низкие цены так или иначе должны будут сопровождаться все более высокими налогами (платежами). По сути, то же самое будет происходить и при желании государства субсидировать процентные ставки по все более широкому кругу банковских кредитов.

Эксперты, рассматривающие источники заемного финансирования корпоративного сектора, отмечают лидирующую роль банковского кредитования. В 2018 г. российские банки выдали корпоративным заемщикам новых кредитов на 45 трлн руб. Преобладающую их часть (38,2 трлн, что на 18% больше, чем в предшествующем году) получил крупный бизнес. Средний и малый бизнес получил 6,8 трлн руб. новых банковских кредитов (на 11% выше уровня 2017 г.), но пока не вышел на свой максимум (8,1 трлн в 2013 г.) и не восстановил свою долю на рынке банковского кредитования (15% в 2018 г. по сравнению с 22% пять лет назад). При этом кредитование малого и среднего бизнеса остается значительно более рискованным, чем крупного: по итогам минувшего года доля просроченных кредитов у крупных заемщиков составила 5,6% от объема полученных крупным бизнесом займов по сравнению с 12,4% в малом и среднем сегменте.

Что касается рынка облигационных займов, то их привлечение заемщиками (не считая кредитных организаций) росло гораздо медленнее, чем в предшествующие годы. И хотя их объем составил рекордный показатель за историю этого рынка в РФ (9,42 трлн руб.), прирост за 2018 г. едва превысил 2%. При этом доля валютных займов в общем объеме корпоративных облигаций не достигает 6%.

Анализируя данные по внешней торговле РФ за 2018 г., эксперты отмечают опережающие темпы роста экспорта топливно-энергетических товаров (на 35,6%), в то время как экспорт прочих товаров вырос на 11,7%. При этом, согласно майскому (2018 г.) указу, несырьевой неэнергетический экспорт

должен вырасти со 149,8 млрд долл. в минувшем году до 250 млрд долл. к 2024 г., т.е. на 67% за 6 лет. В принципе это соответствует темпу роста таких поставок, достигнутому в течение 2018–2019 гг. (9% в год). Однако эксперты обращают внимание: рост несырьевого неэнергетического экспорта на 11,7% был достигнут прежде всего благодаря увеличению на 8,1% экспортных цен, т.е. за счет весьма волатильного фактора. В то же время поставки в натуральном выражении выросли только на 3,6%, что значительно ниже целевого ориентира в 9% в год.

С реализацией президентского указа, а именно комплексного плана по развитию магистральной инфраструктуры до 2024 г., связан и анализ эффективности инфраструктурных инвестиций. Речь идет прежде всего о капиталовложениях в транспортную инфраструктуру. Подобные вложения, указывают наши авторы, необходимо оценивать не только с точки зрения прямых эффектов в транспортной отрасли (повышение скорости перевозок, пропускной способности, масштабов пассажиро- и грузопотока) или мультипликативных эффектов в экономике, которые в основном ограничены временем реализации проекта (заказы строительной отрасли, спрос на рабочую силу). Не менее, а даже более важный эффект связан с общественной полезностью проектов, т.е. изменениями в экономической географии страны или региона, повышением транспортной доступности и соответствующим ростом экономического потенциала.

Счетных моделей для анализа эффектов транспортной инфраструктуры в России пока нет, отмечают эксперты. Однако, например, в США уже используют модели, позволяющие просчитывать эффект модернизации дорожной сети вплоть до уровня округов. Известная счетная региональная модель создана в Нидерландах. Подобные эффекты, как правило, долгосрочны и в то же время значительны, если рассматриваются регионы с достаточно высокой плотностью населения. Все это следует учитывать и при оценке мероприятий упомянутого комплексного плана. При этом часть плана посвящена развитию транзитной и портовой инфраструктуры. Однако экономический эффект от соответствующих инвестиций, по мнению наших экспертов, будет достигнут лишь в том случае, если вырастет вовлеченность России в международную торговлю.

Обзор состояния развивающихся экономик по итогам 2018 г. содержит экспертный вывод о том, что временное затишье на развивающихся рынках, наступившее в конце минувшего – начале этого года, является временным. Почти весь 2018 г. эти экономики испытывали отток капитала в результате ужесточавшейся политики ФРС и американо-китайского торгового конфликта. В наиболее сложном положении оказались Турция и Аргентина, отягощенные накопленными внутренними проблемами. Это сопровождалось серьезной девальвацией национальных валют и ускорением инфляции.

В конце 2018 – начале 2019 гг. напряженность на этих рынках ослабла, а национальные валюты в отдельных случаях даже окрепли – во многом под влиянием изменения политики американского регулятора. Однако макроэкономические индикаторы говорят о накоплении рисков, среди которых особые опасения вызывает быстрый рост долговых обязательств домашних хозяйств. Их объем с 2016 г. вырос более чем на 30% до 12 трлн долл. к концу III квартала 2018 г. Наибольший вклад в этот процесс внес Китай: задолженность домохозяйств увеличилась здесь на 45% до 6,8 трлн долл., или 50,9% ВВП. Долговые нагрузки на многие развивающиеся экономики и замедление темпов роста Китая относятся к тем факторам, которые способны ухудшить условия развития этих стран.

1. РЫНОК БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ: РОСТ ЗА СЧЕТ КРУПНОГО БИЗНЕСА

М.Хромов, Е.Худько

В 2018 г. ведущая роль в формировании заемных ресурсов корпоративного сектора вернулась к банковскому кредиту. В период с 2014 по 2017 гг. прирост совокупной задолженности облигационного рынка превышал 1 трлн руб. ежегодно, что было сопоставимо с увеличением долга корпоративных заемщиков перед банками. В 2018 г. произошло заметное ускорение банковского кредитования. Оно сопровождалось фактической остановкой роста облигационного рынка. Как на рынке банковского кредитования, так и на облигационном рынке увеличилось присутствие крупного бизнеса.

В 2018 г. российские банки выдали новых кредитов корпоративным заемщикам на общую сумму в 45,0 трлн руб. Это на 17% больше, чем годом ранее (*рис. 1*). Более динамично рос сегмент кредитования крупного бизнеса. Этой категории заемщиков в 2018 г. было выдано 38,2 трлн руб. новых кредитов, что на 18% больше показателя предшествующего года. Представители среднего и малого бизнеса получили в 2018 г. 6,8 трлн руб. новых банковских кредитов, что превышает уровень 2017 г. на 11%. При этом объемы кредитования крупного бизнеса уже заметно превзошли докризисный максимум 2014 г., когда он получил банковских кредитов на 30,9 трлн руб. В то же время максимальные объемы рынка кредитования среднего и малого бизнеса (2013 г. – 8,1 трлн руб.) еще не достигнуты. Доля заемщиков из среднего и малого бизнеса на рынке банковского кредитования снизилась с 22% в 2013 г. до 15% по итогам 2018 г.

Расширение кредитования ускорило рост общего долга корпоративных заемщиков перед банками. В 2018 г. он вырос на 2,3 трлн руб., или на 7,8%. По номинальному объему это сопоставимо с приростом банковского долга за три предшествующих года (2,6 трлн руб.).

При этом весь прирост кредитной задолженности концентрируется в сегменте крупного бизнеса. Долг же предприятий среднего и малого бизнеса перед банками снижался четыре года подряд начиная с 2014 г. В 2018 г. (впервые с 2013 г.) задолженность клиентов среднего и малого бизнеса все же увеличилась на 1%.

Таким образом, на рынке банковского кредитования в последние годы прослеживается явная тенденция преобладания крупного бизнеса. Во многом это объясняется качеством кредитного портфеля на соответствующих сегментах рынка. Кредитование среднего и малого бизнеса остается

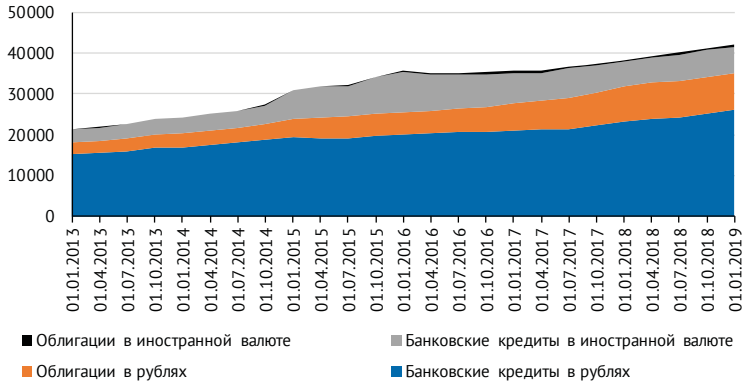

Рис. 1. Основные элементы корпоративного долга на внутреннем рынке, млрд руб.

Источник: Банк России.

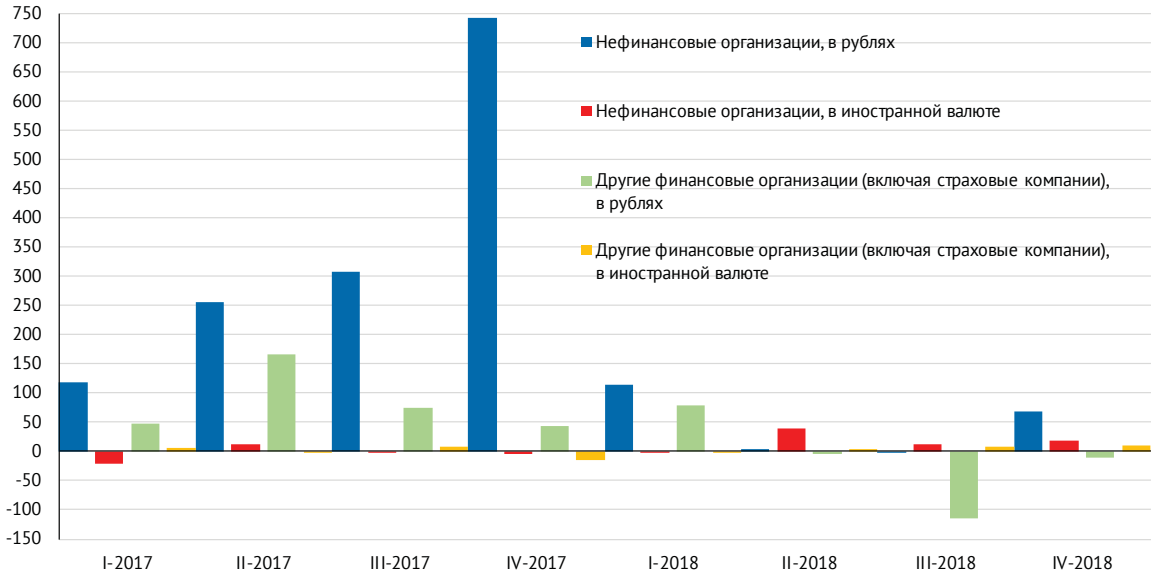

Рис. 2. Прирост объема облигационных займов, выпущенных нефинансовыми и другими финансовыми организациями (по итогам за квартал, млрд руб.)

Источник: Банк России, расчеты авторов.

намного более рискованным, чем кредитование крупного бизнеса. Так, доля просроченной задолженности у крупных заемщиков по итогам 2018 г. составила 5,6% в общем объеме банковских кредитов крупному бизнесу. А в сегменте среднего и малого бизнеса доля просроченной задолженности оставалась по итогам 2018 г. на уровне 12,4%.

Заимствования корпоративных эмитентов[1] на внутрироссийском облигационном рынке в течение 2018 г. существенно уступали показателям прироста в предшествующем году (*рис. 2*). Особенно заметное сокращение прироста займов наблюдалось в небанковском финансовом секторе.

Также не приходится говорить о существенном реальном увеличении заимствований корпоративных эмитентов в иностранной валюте, поскольку номинальный рост валютных займов при пересчете в национальную валюту обеспечило изменение обменного курса. В частности, за период с конца I квартала по конец IV квартала 2018 г. обменный курс доллара (в этой валюте размещен основной объем внутренних валютных займов) вырос более чем на 20%. В итоге доля валютных займов в общем объеме корпоративных облигаций по-прежнему составляет менее 6%.

Хотя совокупный объем корпоративных заимствований (без учета кредитных организаций) к концу 2018 г. оказался рекордным за всю историю облигационного рынка в России, достигнув почти 9,42 трлн руб. (*рис. 3*), прирост за год составил чуть более 2%. При этом прирост был обеспечен исключительно крупными компаниями реального сектора.

В 2018 г. на рынке первичных размещений наблюдалось существенное снижение активности: совокупный объем размещенных эмиссий за год снизился более чем на 40% (по сравнению с 2016 и 2015 гг. показатель оказался ниже примерно на 30% и даже по сравнению с кризисным 2014 г. сократился почти на 10%). Наиболее значимое падение показателей пер-

1 Без учета кредитных организаций, но включая другие финансовые и страховые организации.

вичного рынка наблюдалось во II и III кварталах 2018 г., хотя при этом сохранился традиционный рост размещений в конце года.

Крупнейшими заемщиками в истекшем году стали ПАО «Сбербанк» и АО «ДОМ.РФ» (включая аффилированные лица), в предыдущие годы лидерами по объему привлекаемых займов были производственные компании – «Роснефть» и группа компаний «Газпром» (*рис. 4*[1]). Появление среди крупных заемщиков ипотечных компаний во многом обусловлено тенденциями на ипотечном рынке: объем выдачи ипотеки в России в 2018 г. вырос на 50% до рекордного уровня в 3 трлн руб.[2]. На долю заемщиков финансового сектора на первичном рынке по итогам 2018 г. пришлось более 55% внутренних займов.

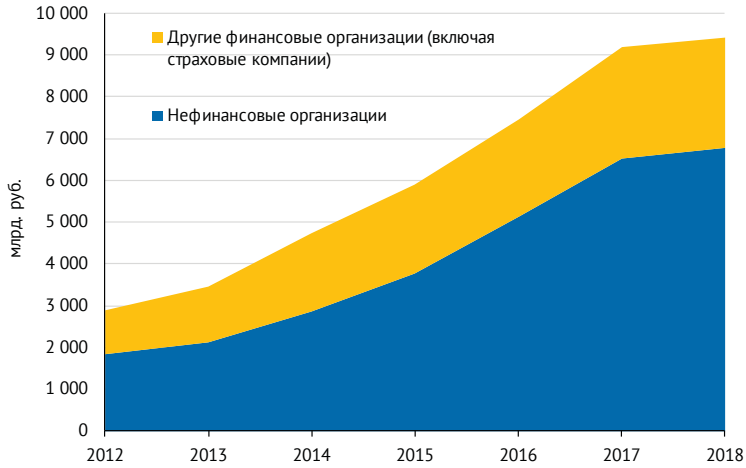

Рис. 3. Динамика объема облигационных займов в номинальном выражении, выпущенных нефинансовыми и другими финансовыми организациями (на конец года)

Источник: Банк России, расчеты авторов.

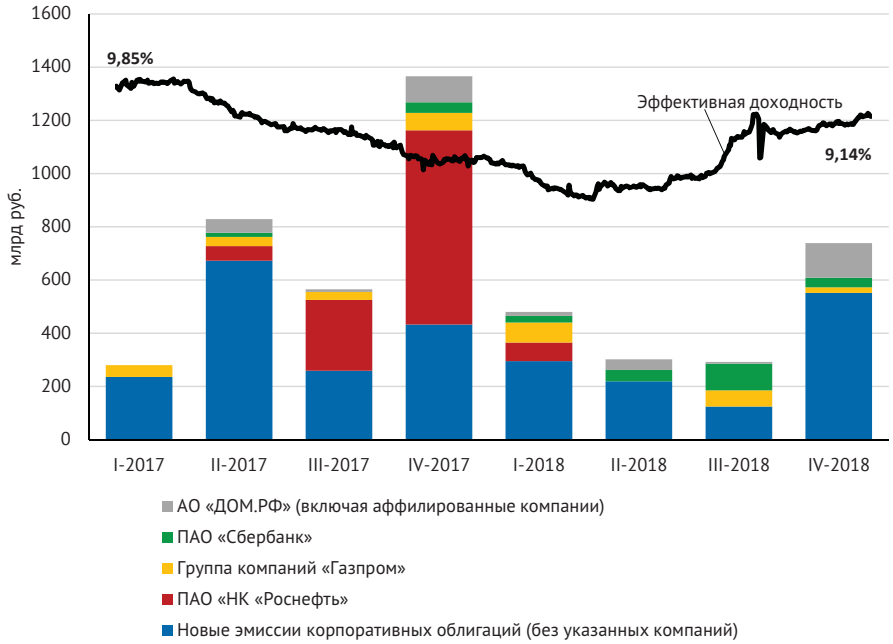

Рис. 4. Динамика эффективной доходности облигаций, входящих в индекс IFX-Cbonds, и объема размещения новых рублевых выпусков облигаций финансовых и нефинансовых организаций

Источник: Информационное агентство Cbonds, расчеты авторов.

1 Статистика приведена без учета краткосрочных биржевых облигаций ВТБ, Внешэкономбанка и Сбербанка России со сроком обращения от 1 до 154 дней.
2 МИА «Россия сегодня»: https://realty.ria.ru/20190128/1550036483.html

Отдельно стоит отметить, что в IV квартале 2018 г. большую часть первичных размещений составили займы строительных компаний, в результате чего возросла доля этой отрасли в общей структуре рынка корпоративных облигаций. Примечательно, что это произошло в преддверии вступления в силу новых правил финансирования застройщиков.

Низкие показатели первичных размещений связаны как с внешними причинами (в частности, с введением в начале II квартала 2018 г. новых американских санкций в отношении российских компаний), так и с внутренними, в том числе с негативной динамикой доходности. Начиная со II квартала, когда средневзвешенная доходность корпоративных облигаций, входящих в индекс IFX-Cbonds, достигла минимума за последние несколько лет, наблюдается растущая динамика показателя, которая подкреплялась планомерным повышением ключевой ставки Банка России.

Тем не менее в 2018 г. было зарегистрировано большее количество программ облигаций по сравнению с предшествующим годом. Наиболее масштабные программы по выпуску долгосрочных облигаций были утверждены такими крупными эмитентами, как ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «Сбербанк», АО «АЛЬФА-БАНК», «Газпромбанк» (АО), ПАО «Газпром нефть», ПАО «МегаФон», ПАО «ФСК ЕЭС», ПАО «ТрансКонтейнер» и др. Также ряд небольших компаний (в частности, ООО «Талан-финанс», ЛК «Роделен» и др.) утвердили программы дебютных эмиссий, в том числе коммерческих облигаций (например, ООО «БИФРИ», ООО «Жилой микрорайон»).

Объем размещенных валютных займов на внутреннем облигационном рынке в 2018 г. сократился двукратно, что, как отмечено выше, объясняется возросшими валютными рисками.

В 2018 г. увеличилось количество и повысилось разнообразие структурных облигаций, которые предлагали инвесторам эмитенты финансового сектора. Дополнительный импульс придало появление законодательства, которое четко определяет понятие структурных облигаций, регулирует их размещение и обращение. Лидером по размещению структурных облигаций в 2018 г. стало ПАО «Сбербанк». Также структурные облигации выпустили еще несколько крупных кредитных учреждений. Правда, в большинстве случаев облигации размещались на сумму, существенно меньшую запланированного объема. Здесь сказались как недостаточно благоприятная конъюнктура рынка в целом, так и специфика самого финансового инструмента – основными приобретателями являются преимущественно физические лица.

2. ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ РОССИИ В 2018 ГОДУ: РОСТ НЕСЫРЬЕВОГО НЕЭНЕРГЕТИЧЕСКОГО ЭКСПОРТА

А.Кнобель, А.Фиранчук

Экспорт топливно-энергетических товаров в 2018 г. относительно предыдущего года вырос почти на 36%. Рост несырьевого неэнергетического экспорта (ННЭ) в 2018 г. по сравнению с 2017 г. составил более 11%. Однако достигнут он главным образом за счет улучшения ценовой конъюнктуры. Импорт за год увеличился на 5%, в основном за счет значительного роста в первом полугодии. Снижение реального курса рубля во второй половине года оказало негативное влияние на объемы импорта.

Динамика экспорта и импорта. В 2018 г. *экспорт в стоимостном выражении* значительно вырос, увеличившись до 450,0 млрд долл. (125,8% от уровня 2017 г.), в том числе экспорт топливно-энергетических товаров – на 35,6% (286,7 млрд долл.). Экспорт прочих товаров продемонстрировал рост на 11,7% – до 163,2 млрд долл. (*рис. 1*).

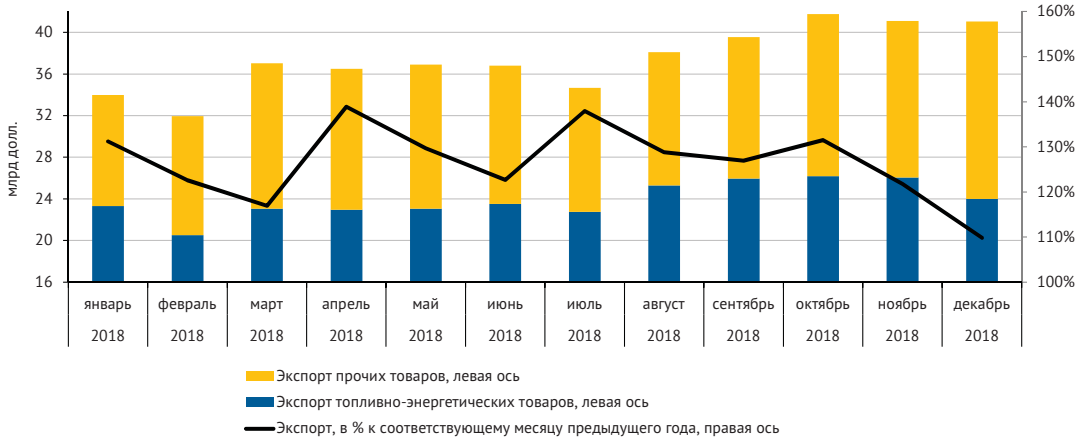

Рис. 1. Динамика российского экспорта в 2018 г.

Источник: расчеты авторов на основе данных ФТС.

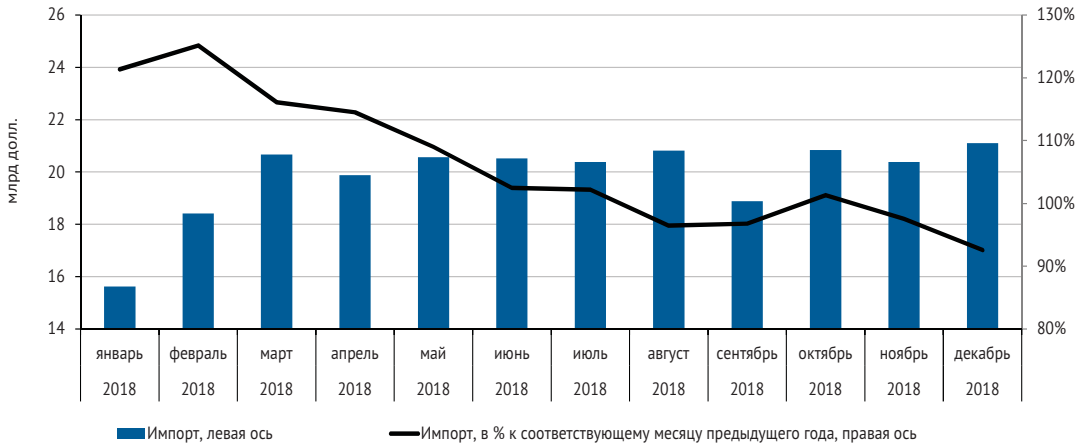

Рис. 2. Динамика российского импорта в 2018 г.

Источник: расчеты авторов на основе данных ФТС.

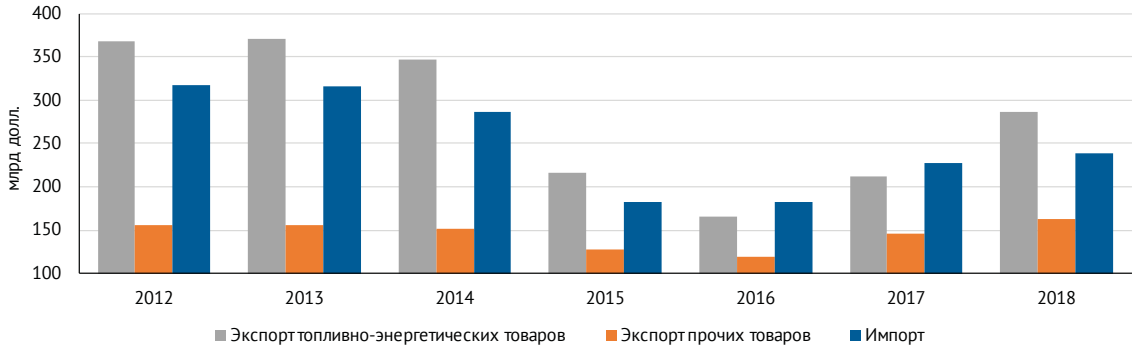

Рис. 3. Динамика экспорта и импорта России в 2012–2018 гг., млрд долл.

Источник: расчеты авторов на основе данных ФТС.

Импорт в стоимостном выражении в 2018 г. превзошел уровень предыдущего года на 4,7%, составив 238,1 млрд долл. (*рис. 2*). При этом во второй половине года импорт был несколько ниже, чем в аналогичный период 2017 г.

Курс рубля. Устойчивая положительная корреляция между курсом рубля к доллару и импортом сохранилась в 2018 г. (*рис. 4*)[1]. Коэффициент корреляции между индексом стоимостных объемов импорта (в процентах к соответствующему месяцу 2013 г.) и индексом реального курса рубля к доллару (в процентах к соответствующему месяцу 2013 г.) в 2014–2018 гг. составил 0,85.

В 2018 г. индекс реального курса рубля к доллару в 2018 г. снизился со 105,7% в январе (к январю 2017 г.) до 89% в декабре (к декабрю 2017 г.), а индекс импорта – со 121,4 до 92,6%.

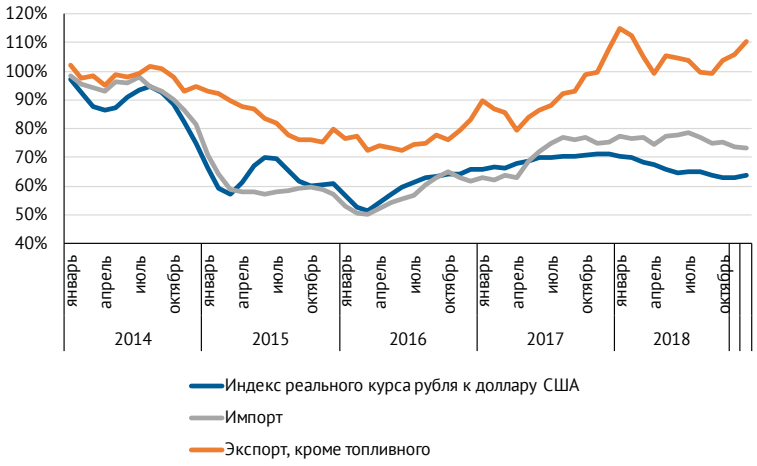

Рис. 4. Динамика импорта, нетопливного экспорта и реального курса рубля в 2014–2018 гг., % к соответствующему месяцу 2013 г.

Источник: расчеты авторов на основе данных ФТС и Банка России.

Вывоз нетопливных товаров также демонстрирует положительную корреляцию (0,40) с индексом реального курса рубля в 2014–2018 гг. Это может объясняться существенной долей прочих сырьевых товаров в российским нетопливном экспорте, мировые цены на которые имели схожую динамику с нефтяными ценами. Кроме того, такая корреляция согласуется с тем, что цены экспорта в большей степени связаны с курсом рубля, чем объемы поставок.

Цены экспорта. Как видно из *табл. 1*, в 2018 г. для всех крупных товарных групп экспорта (выделяемых ФТС) произошло повышение экспортных цен (кроме ферросплавов и ряда позиций из группы «машины, оборудование и транспортные средства»). Кроме того по большинству позиций также произошел рост физических объемов экспорта.

1 Более подробное сравнение динамики импорта и динамики номинального курса рубля см.: Кнобель А., Фиранчук А. Внешняя торговля России в 2017г. // Экономическое развитие России. 2018. № 3. С. 6–13.

Таблица 1

Изменение цен и объемов поставок основных экспортных товаров в 2018 г.

КОД ТН ВЭД	Наименование позиции	Цена		Изменение цены, %	Изменение физических объемов, %	Изменение стоимостных объемов, %	Доля в экспорте в 2018 г., %
		2017 г.	2018 г.				
Продовольственные товары							
1001	Пшеница и меслин, долл./т	175	192	9	33	46	1,9
Топливо							
2701	Уголь каменный, долл./т	75	85	14	10	26	3,8
2709	Нефть сырая, долл./т	369	496	34	3	38	28,5
2710	Нефтепродукты, долл./т	392	521	33	1	34	17,3
2711110000	Газ природный сжиженный, долл./куб. м	130	144	11	50	67	1,2
2711210000	Газ природный, долл./тыс. куб. м	181	223	23	5	29	10,9
Химическая продукция							
3102	Удобрения минеральные азотные, долл./т	182	200	10	8	19	0,62
3104	Удобрения минеральные калийные, долл./т	193	230	19	-20	-4	0,45
3105	Удобрения минеральные смешанные, долл./т	262	301	15	8	24	0,75
2814100000	Аммиак безводный, долл./т	228	269	18	33	57	0,25
4002	Каучук синтетический, долл./т	1 709	1 697	-1	-1	-1	0,38
Древесина и изделия из нее							
4403	Лесоматериалы необработанные, долл./куб. м	75	78	4	-2	1	0,33
4407	Лесоматериалы обработанные, долл./т	221	234	6	7	13	1,00
4412	Фанера клееная, долл./куб. м	446	505	13	9	23	0,30
4702–4704	Целлюлоза древесная, долл./т	522	709	36	1	37	0,33
4801	Бумага газетная, долл./т	416	562	35	3	40	0,14
Металлы и изделия из них							
72	Черные металлы, долл./т	442	503	14	9	24	5,2
72 (кроме 7201–7204)	Черные металлы (кроме чугуна, ферросплавов, отходов и лома), долл./т	482	503	4	61	69	5,2
7201	Чугун, долл./т	338	373	10	20	32	0,48
7202	Ферросплавы, долл./т	1761	1680	-5	9	4	0,30
7207	Полуфабрикаты из углеродистой стали, долл./т	419	498	19	11	32	1,76
7208–7212	Прокат плоский из углеродистой стали, долл./т	528	603	14	-3	10	1,11
7403	Медь рафинированная, долл./т	6181	6329	2	11	13	0,91
7502	Никель необработанный, долл./т	10145	12828	26	-1	25	0,38
7601	Алюминий необработанный, долл./т	1703	1750	3	-5	-2	1,18
Машины, оборудование и транспортные средства							
840130	Тепловыделяющие элементы (твэлы), необлученные, тыс. долл./шт.	444	385	-13	12	-3	0,22
8411123009	Газовые турбины прочие, тягой более 44 кН, но не более 132 кН, тыс. долл./шт.	4114	4016	-2	12	10	0,31
8450111100	Машины стиральные, бытовые, долл./шт.	169	166	-2	-8	-9	0,04
85287240	ЖК телевзоры, долл./шт.	335	334	0	6	5	0,03
860692	Вагоны железнодорожные открытые, долл./шт.	24,00	29,76	24	-11	10	0,03
8703231940	Автомобили легковые с рабочим объемом цилиндров двигателя более 1500 см3, но не более 1800 см3, тыс. долл./шт.	8,91	8,92	0	45	45	0,11
8704229108	Автомобили грузовые, с полной массой 5–20т., прочие, тыс. долл./шт.	33,57	32,65	-3	-14	-16	0,02

Источник: расчеты авторов на основе данных ФТС.

Рост экспорта *топливно-энергетических товаров* (на 35,2%) обусловлен повышением экспортных цен на нефть, нефтепродукты и трубный газ (на 23–34%) при умеренном увеличении физических объемов вывоза соответствующей продукции (на 1–5%). При этом в 1,5 раза вырос вывоз сжиженного природного газа, его доля в совокупном экспорте достигла 1,2%.

Продолжающийся рост экспорта зерна (на 33% в физическом выражении) позволил заметно нарастить стоимостной объем вывоза (на 46%). Экспорт *«Продовольственных товаров и сельскохозяйственного сырья»* в стоимостном выражении вырос на 20,2%.

Экспорт *химической продукции* увеличился на 14,2%. Повышение экспортных цен на минеральные удобрения (на 10–19%) и аммиак (на 18%) было значительным, притом что динамика физических объемов вывоза минеральных удобрений была разнонаправленной (экспорт азотных и смешанных удобрений рос, а калийных падал).

Рост экспортных цен на *древесную и бумажную продукцию* (от 4 до 36%) вместе в основном с положительной динамикой физических объемов (от -2% до +9%) привел к росту стоимостных объемов экспорта этой товарной отрасли на 18,4%.

Стоимость экспорта *металлов* выросла на 19,9%. Экспортные цены на черные металлы увеличились (на 2–26%) для всех основных позиций кроме ферросплавов (снижение на 5%). Тоннаж вывозимых черных металлов и меди стал больше (на 9 и 11% соответственно), но снизились поставки алюминия (-5%).

Увеличение стоимостных объемов экспорта энергетических товаров, черных металлов, никеля, минеральных удобрений и древесины в основном вызвано улучшением ценовой конъюнктуры[1], а стоимостных объемов экспорта зерна, сжиженного природного газа, аммиака и меди – с ростом физических объемов их поставок.

Экспорт наиболее высокотехнологичных товарных отраслей в стоимостном выражении был стабильным. Вывоз *машин, оборудования и транспортных средств* достиг 29,0 млрд долл. (рост на 2,7%). Экспорт группы *«Другие товары»* снизился до 7,1 млрд долл. (-2,8%). Отметим значительный рост экспорта легковых автомобилей (на 45%) и снижение экспорта грузовиков (на 14%) при стабильных ценах.

В майском (2018 г.) указе поставлена задача увеличить экспорт несырьевых неэнергетических товаров до 250 млрд долл. к 2024 г. В 2018 г. он составил 149,8 млрд долл. Через шесть лет экспорт данной категории товаров должен вырасти на 67%, что соответствует среднегодовому темпу роста в течение 2018–2019 гг. в 9%.

По результатам 2018 г. рост составил 11,7% (*табл. 2*). Такую динамику можно назвать восстановительным ростом: в 2014–2016 гг. экспорт несырьевых неэнергетических товаров снижался на 1,7; 17,4 и 9,0% соответственно, сократившись до 74% от уровня 2013 г. После этого наблюдался значительный рост на 26,5% в 2017 г. и 11,7% в 2018 г. В результате экспорт данных товаров в прошлом году был на 6% выше объемов 2013 г.

При рассмотрении среднесрочного роста ННЭ и развития экономики более информативна динамика экспорта в натуральном выражении, так

1 Превалирующее влияние ценовой конъюнктуры на стоимостные объемы экспорта по сравнению с изменением физических объемов поставок наблюдалось и в предыдущем году - см.: Кнобель А., Фиранчук А. Внешняя торговля в 2016 г. // Экономическое развитие России. 2017. № 3. С. 8–17.

Таблица 2

Изменение цен и объемов поставок несырьевых неэнергетических экспортных товаров в 2018 г. по товарным отраслям

КОД ТН ВЭД	Наименование позиции	Объем поставок, млрд долл.		Изменение стоимостных объемов, %	Изменение цены, %	Изменение физических объемов, %
		2017 г.	2018 г.			
01–04, 0504, 06–11, 1201–1210, 1212, 1214, 1302, 1501–1521, 16–17, 1801, 1803–1806, 19–22, 2301, 2304–2306, 2309, 24	Продовольственные товары и сельскохозяйственное сырье (кроме текстильного)	20,3	24,4	20	4	15
2523	Минеральные продукты	0,1	0,1	–3	2	–5
28–37, 3801–3803, 3805–3824, 3826, 3901–3914, 3916–3926, 4002, 4005–4017	Продукция химической промышленности, каучук	22,3	25,7	15	10	4
4104–4114, 411510, 42, 4302–4304	Кожевенное сырье, пушнина и изделия из них	0,2	0,2	–7	–3	–4
4402, 4404–4421, 4502–4504, 46, 4701–4706, 48–49	Древесина и целлюлозно-бумажные изделия	10,0	12,1	20	13	7
5004–5007, 5105–5113, 5201, 5203–5212, 53–54, 5501–5504, 5506–5516, 56–62, 6301–6309, 64-67	Текстиль, текстильные изделия и обувь	1,1	1,2	11	–3	15
710122, 710229*, 710239, 710391, 710399, 7104–7111, 7113–7118	Драгоценные камни, драгоценные металлы и изделия из них	6,8	5,6	–17	8	–23
7201–7203, 7205–7229, 73, 7401–7403, 7405–7419, 7501, 7502, 7504–7508, 7601, 7603–7616, 7801, 7804, 7806, 7901, 7903–7907, 8001, 8003, 8007, 81-83	Металлы и изделия из них	35,9	42,4	18	13	5
84-90	Машины, оборудование и транспортные средства	19,7	20,5	4	–2	6
68–69, 7002–7020, 91-97	Другие товары	2,5	2,6	7	–1	8
	Прочее	14,8	14,5	–2		
	Всего	133,8	149,4	11,7	8,1	3,6

*Данные по товарной группе 710229 «алмазы промышленные» недоступны.

как ценовые эффекты являются гораздо более волатильными. Так, рост экспорта прошлого года на 11,7% в первую очередь обусловлен увеличением индекса экспортных цен на 8,1%[1]. Таким образом, индекс физических объемов вывоза несырьевых неэнергетических товаров оказался на уровне 3,6%, что примерно в 2,5 раза ниже требуемого таргета (9%).

Показатели ННЭ в натуральном выражении превысили целевой уровень в товарных отраслях «продовольствие» (рост на 15%) и «текстиль» (15%), рост был близок к целевому уровню в отраслях «древесина» (7%), «другие товары (без вооружения)» (8%) и «машины и оборудование» (6%). Последние две отрасли содержат наиболее высокотехнологичный экспорт.

Однако две крупнейшие товарные отрасли (по объемам ННЭ), на которые приходится половина несырьевого неэнергетического экспорта, показали

1 Расчет индекса производился по цене за единицу продукции по 4-значным позициям входящих в данную группу товаров с применением стандартных фильтров. После применения процедуры очистки данных итоговая корзина содержала 90% рассматриваемой торговли, что позволяет рассматривать полученный индекс цен в форме Фишера в качестве индекса цен всего экспорта несырьевых неэнергетических товаров (без учета секретной товарной группы).

рост примерно в 2 раза ниже целевого: вывоз «металлов и изделий из них» вырос на 5%, «продукции химической промышленности» – на 4%.

Географическая структура товарооборота. В 2018 г. доля ЕС в товарообороте России впервые за последние пять лет увеличилась (на 0,62 п.п.). При этом рост импорта из ЕС (2,7%) был меньшим, чем с другими странами, а рост экспорта – более значительным (28,3 против 25,8%) (*табл. 3*). Увеличение доли стран АТЭС продолжилось (на 0,57 п.п.) за счет товарооборота с Китаем (импорт вырос на 8,7%, экспорт на 44%).

Таблица 3

Географическая структура товарооборота России в 2013–2018 гг. по основным странам – торговым партнерам

Регион/страна	Доля в товарообороте России, в %						Изменение: 2018 г. к 2017 г., п.п.
	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	
ЕС	**49,6**	**48,1**	**44,8**	**42,8**	**42,1**	**42,7**	**+0,62**
Украина	4,7	3,5	2,8	2,2	2,2	2,2	–0,02
Турция	3,9	4,0	4,4	3,4	3,8	3,7	–0,06
Норвегия	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	–0,01
Швейцария	1,4	0,9	0,9	1,1	1,0	1,1	+0,04
АТЭС , в том числе	**24,8**	**26,9**	**28,1**	**29,9**	**30,4**	**31,0**	**+0,57**
Китай	10,5	11,3	12,1	14,1	14,9	15,7	+0,88
США	3,3	3,7	4,0	4,3	4,0	3,6	–0,33
Япония	3,9	3,9	4,1	3,4	3,1	3,1	–0,02
Республика Корея	3,0	3,5	3,4	3,2	3,3	3,6	+0,32
Вьетнам	0,5	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	–0,01
СНГ	**13,4**	**12,3**	**12,5**	**12,3**	**12,5**	**11,7**	**–0,73**
из него ЕАЭС, в том числе	***7,4***	***7,2***	***7,9***	***8,5***	***8,8***	***8,1***	***–0,65***
Армения	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	–0,02
Белоруссия	4,1	4,1	4,5	5,1	5,2	4,9	–0,30
Казахстан	2,8	2,7	2,9	2,8	3,0	2,6	–0,34
Киргизия	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	+0,00

Источник: расчеты авторов на основе данных ФТС.

Доля стран СНГ снизилась на 0,73 п.п., ЕАЭС – на 0,65 п.п. Доля Украины в российском товарообороте стабилизировалась на уровне 2,2%. Рост стоимостных объемов экспорта на Украину составил 19,9%, что превышает увеличение российского экспорта в любую из стран-членов ЕАЭС (от 3,7% для Казахстана до 17,2% для Белоруссии). В 2018 г. доля России в совокупном импорте ЕС[1] (по данным Eurostat, без учета торговли внутри ЕС) составила 8,5% (рост на 0,7 п.п. по сравнению с 2017 г.), в экспорте Евросоюза – 4,4% (снижение на 0,2 п.п.), а в товарообороте – 6,4% (рост на 0,2 п.п.)[2].

1 Здесь и далее используются данные Eurostat (приводятся в евро): [Электронный ресурс]. URL: http://ec.europa.eu/eurostat/web/international-trade/data/database

2 Подробнее о факторах динамики доли России в экспорте и импорте ЕС см.: Кнобель А., Фиранчук А. Российский экспорт в ЕС 2017г. // Экономическое развитие России. 2018. № 5. С. 12–17.

3. МОДЕРНИЗАЦИЯ МАГИСТРАЛЬНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ: КАК ОЦЕНИТЬ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ЭФФЕКТЫ

Т.Михайлова

Проекты модернизации транспортной инфраструктуры, которые вошли в соответствующий национальный проект, способны изменить географию экономической активности внутри страны и стимулировать экономический рост. Однако эти эффекты редко учитываются при планировании инвестиционных программ. Исследования показывают, что реализация транспортных проектов в густонаселенных регионах дает существенный эффект «общественного блага», что необходимо учитывать при принятии решений по развитию инфраструктуры.

Обсуждая планы инвестиций в проекты общественной инфраструктуры, в том числе транспортной, эксперты и органы власти опираются на анализ затрат и выгод (cost-benefit analysis). Потенциальных проектов много. Задача – выбрать те из них, где выгоды превысят издержки, и проранжировать согласно общественной полезности.

Задача оценки затрат с точки зрения экономиста проста: нужно подсчитать суммарную стоимость факторов производства и материалов, необходимых для реализации проекта – строительства или реконструкции дороги, моста, транспортного узла.

Проблема возникает лишь в технической части: в ходе реализации проекта возможны непредвиденные сложности, задержки, и, как следствие, перерасход бюджета.

Оценка же выгод от транспортных проектов – сложная экономическая проблема. Результаты научных исследований могут помочь спрогнозировать экономические эффекты от реализации транспортных проектов, включенных в «Комплексный план модернизации и расширения магистральной инфраструктуры России на период до 2024 года».

Как инвестиции в транспортную инфраструктуру влияют на экономику города, региона, страны?

1. *Прямые эффекты в транспортном секторе*

Понятные результаты инвестиций – улучшения в самом транспортном секторе. Например, модернизация или строительство новых автодорог снизит загрузку, сократит время в пути, решит проблему пробок, уменьшит аварийность. Ускорение пассажирского транспортного сообщения сэкономит время в пути. Это непосредственное снижение прямых и косвенных затрат потребителей инфраструктуры.

Прямые и косвенные выгоды оценивают в монетарном эквиваленте и умножают на текущее или будущее прогнозируемое число пользователей. Такие оценки часто не учитывают того, что поведение людей в будущем может измениться. Снижение транспортных издержек повышает спрос на транспортные услуги. Чтобы правильно оценить прямые выгоды от проекта, нужно учитывать эластичность спроса, иначе положительные эффекты будут недооценены.

Примером может служить обсуждение запуска «Сапсана» в 2009 г. Критики сомневались в окупаемости проекта и заполняемости поездов, но за годы работы «Сапсан» оттянул на себя как пассажиров традиционных скорых поездов, так и авиапассажиров, а общий пассажиропоток между двумя столицами вырос. Конкуренция между скоростными поездами и авиатранспортом заставила перевозчиков держать цены относительно низкими, что в конечном итоге принесло значимую пользу потребителю.

2. *Эффекты мультипликатора в процессе реализации проекта*

В процессе реализации любого инвестиционного проекта создается дополнительный спрос на факторы производства: труд, оборудование, на материалы и услуги. Строительные фирмы предъявляют спрос на промежуточные и инвестиционные товары, а семьи работников, получивших дополнительный доход, – на потребительские. Работает так называемый мультипликатор совокупного спроса, который также называют «кейнсианским». В результате реализации инвестиционных проектов совокупный ВВП страны растет на величину, превышающую сумму инвестиций. Поэтому многие экономисты ратуют за государственные инвестиции в общественную инфраструктуру в периоды экономического спада: тогда дополнительный спрос заставляет вовлекать неиспользуемые мощности и трудовые ресурсы, и мультипликатор достигает высоких значений.

Прогноз дополнительного мультипликативного роста валового продукта строят, в частности, на основе таблиц затраты-выпуск. В России такие прогнозные расчеты делает, например, коллектив Института народнохозяйственного прогнозирования РАН[1]. Но из экономической теории мы также знаем, что этот эффект временный. Возникает вопрос, насколько велик мультипликатор в реальности, продолжительно ли его действие и есть ли реальная польза от проекта и его мультипликативного эффекта для благосостояния людей?

Ученые из отделения Федерального резервного банка США в Сан-Франциско С. Ледук и Д. Уинстон проанализировали, как меняются экономические показатели в штатах США, когда им выделяют средства на модернизацию автодорог[2]. Они обнаруживают положительное влияние на ВРП, занятость, среднюю зарплату, доходы граждан, объем розничного товарооборота в течение 6–8 лет. Более значителен эффект в периоды рецессии.

3. *Изменения в экономической географии страны или региона*

Третий тип эффектов – самый важный – возникает потому, что транспортная инфраструктура меняет экономическую географию. Одним из критических факторов для экономических перспектив страны, региона, города является транспортная доступность. Она определяет рыночный потенциал – объем рынков, которые доступны местному производителю. На уровне международной торговли для повышения рыночного потенциала страны нужно развивать портовую, приграничную и магистральную инфраструктуру. На уровне региональных экономик – повышать связность пространства

1 См., например: Замкова, А., и др. (2015). Использование метода межотраслевого баланса для научного обоснования стратегического развития железнодорожной системы России. Москва: ИНП РАН.

2 Leduc, S., & Wilson, D. (2013). Roads to prosperity or bridges to nowhere? Theory and evidence on the impact of public infrastructure investment. NBER Macroeconomics Annual, 27(1), 89–142.

внутри России и снижать прямые и косвенные издержки транспортировки грузов и пассажиров между регионами. Улучшения в транспортной инфраструктуре могут и перераспределить экономическую активность внутри страны, и создать новые возможности, которых не было раньше. Причем это не временный эффект от строительства, который существует в краткосрочном периоде, а изменения на долгий срок, потенциально – навсегда.

Что мы знаем о размере таких эффектов от транспортной инфраструктуры? Сложность их оценки – в невозможности «чистого» эксперимента. Ведь даже если мы наблюдаем экономический рост после реализации инфраструктурного проекта, это не доказывает, что проект является причиной роста.

Причинно-следственную связь можно наблюдать в исторических исследованиях «натуральных экспериментов», когда по каким-либо внешним, неэкономическим причинам происходили изменения в транспортной доступности и рыночном потенциале регионов. Исследователи, используя данные из разных стран и разных исторических периодов, получили очень похожие результаты: при прочих равных условиях доступ региона к транспортной инфраструктуре и к рынкам или его отсутствие в долгосрочной перспективе дают порядка 17–20%-ную постоянную разницу в уровне ВРП на душу населения[1].

Однако исследования, упомянутые выше, фокусировались на значимых проектах создания инфраструктуры с нуля в развивающихся странах. А каково влияние умеренных изменений в существующей инфраструктуре развитой страны? Чтобы сделать такого рода расчеты, экономисты строят счетные региональные модели общего равновесия. Самый известный пример – модель RAEM в Нидерландах. Ученые из США Т. Аллена и К. Арколакиса строят модель с точностью до малых региональных единиц – округов[2]. С помощью этой модели они оценивают потенциальный прирост совокупного благосостояния от модернизации тысяч различных сегментов дорог между сотнями городов в США.

Например, если сегмент дорожной сети был расширен, то в результате уменьшатся задержки и заторы на дорогах, снизятся транспортные издержки. Перевозчики коммерческих грузов и частные лица изменят свое поведение, поменяют маршруты следования, маршруты маятниковой миграции или даже изменят место жительства. Возникнут новые фирмы, производительные ресурсы (труд, капитал) перераспределятся в географическом пространстве. Все эти изменения учитываются моделью.

Авторы оценили, в какие сегменты дорожной сети выгоднее всего вложить средства, учитывая издержки строительства, а какие сегменты не дают нужной отдачи. Показательно, что даже в США, где автодорожная инфраструктура уже прекрасно развита, дополнительные вложения могут принести огромное общественное благо, а «невыгодных» сегментов очень мало. Результаты исследований Аллена и Арколакиса говорят о том, что наибольшую выгоду приносит модернизация дорог вблизи крупных городов (из 10 наиболее выгодных сегментов 7 находятся вблизи Нью-Йорка),

1 Дональдсон (Donaldson, D. (2018). Railroads of the Raj: Estimating the impact of transportation infrastructure. American Economic Review, 108(4-5), 899–934.) изучал железные дороги в колониальной Индии; Банержи и соавторы (Banerjee, A., Duflo, E., & Qian, N. (2012). On the Road: Access to Transportation Infrastructure and Economic Growth in China. National Bureau of Economic Research.) – Китай в 1986–2003.

2 Allen, T., & Arkolakis, C. (2019). The welfare effects of transportation infrastructure improvements. National Bureau of Economic Research.

там, где спрос на транспортные услуги максимален из-за высокой плотности населения[1].

Это своего рода урок для принятия решений по инфраструктурным проектам. Часто, оценивая перспективы инвестиций в транспортные проекты, мы учитываем прямые выгоды в транспортном секторе из пункта (1), иногда дополняя расчеты эффектами мультипликатора строительных проектов из пункта (2). Но главные экономические эффекты от инфраструктурных проектов – изменения экономико-географического ландшафта, описанные в пункте (3) – чаще всего вообще не принимаются во внимание. Но такие эффекты долгосрочны и наиболее существенны, особенно если речь идет о регионах с относительно высокой плотностью населения.

Каких экономических эффектов стоит ожидать от реализации «Комплексного плана модернизации и расширения магистральной инфраструктуры России на период до 2024 года»?

Счетных моделей для анализа транспортной инфраструктуры в России пока нет. Разработка такой модели в целях практического использования для прогнозирования – текущая задача для ученых-экономистов. Однако можно сделать некоторые выводы, опираясь на результаты проведенных за рубежом исследований.

В проектах «Комплексного плана...» четко просматриваются две основные цели. Первая – создание и модернизация инфраструктуры для внешней торговли и транзита грузов через территорию России. Это автомобильные маршруты «Европа-Западный Китай», «север-юг», «запад-восток», морские порты и инфраструктура припортовых регионов, железнодорожные магистрали, Северный морской путь. Было бы ошибкой, однако, учитывать только их транзитное назначение и игнорировать внутрироссийское пространственное развитие. Основного экономического эффекта от создания транзитных коридоров следует ожидать не столько от роста самих транзитных перевозок, сколько от снижения транспортных издержек между регионами России на пути этих коридоров.

Модернизация участков, связывающих Москву с Нижним Новгородом и Казанью, может дать существенный экономический эффект, поскольку они соединяют крупные города и густонаселенные территории. Модернизация Транссиба окажет положительное влияние на регионы Урала, Сибири и Дальнего Востока. Инфраструктура в припортовых регионах, особенно в Азово-Черноморском бассейне, также имеет двойное назначение: как для обслуживания портов, так и для нужд местной экономики этих районов с высокой плотностью населения.

Благодаря реализации проектов модернизации портов увеличится транспортная доступность регионов России с точки зрения мирового рынка. Однако экономический эффект от этих инвестиций придет, только если вырастет вовлеченность России в мировую торговлю. К сожалению, барьеры к участию российских фирм в мировой торговле лежат не только в области транспортных издержек, но и в сфере регулирования, институтов и политического климата.

1 Стоит уточнить, что область применения модели Аллена-Арколакиса – межрегиональные транспортные связи. Модель не рассматривает экономику города и конфигурацию дорожной сети внутри городов. Для этого существует отдельный класс моделей городского планирования и землепользования LUTI и другие.

3. Модернизация магистральной инфраструктуры

Из всех перечисленных лишь проект развития Арктической зоны и Северного морского пути является сугубо транзитным, с дополнительными выгодами для добывающих производств. Поскольку затронутые этим проектом районы России слабо населены, внешние эффекты от инфраструктуры будут незначительными.

Вторая цель проектов «Комплексного плана...» подразумевает прежде всего решение внутриэкономических и социальных задач. Здесь главным направлением является модернизация инфраструктуры, связывающей экономические центры внутри страны: расширение автодорожной сети, модернизация водных путей и аэропортов.

Роль водных путей в грузообороте внутри России в настоящий момент мала. Это обусловлено и объективными географическими причинами (не существует водных путей в направлении восток-запад) и неразвитостью инфраструктуры. Однако водный транспорт – один из самых дешевых, и его использование разумно в европейской части России.

В остальном проекты – лишь малая доля тех усилий, которые необходимы для того, чтобы преодолеть нехватку транспортных связей на российском пространстве. В условиях ограниченности ресурсов разумно было бы сконцентрироваться на связи региональных центров и крупных городов между собой, на обеспечении связности сети в регионах с высокой плотностью населения и на расшивке «узких мест». В последние годы поток авиапассажиров внутри России растет, и спрос на авиаперевозки продолжит увеличиваться. В этом контексте реконструкция аэропортов – как минимум необходимая реакция на рост спроса.

4. РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ: МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИТОГИ 2018 ГОДА

Л.Гадий, А.Киюцевская, П.Трунин, М.Шербустанова

В 2018 г. развивающиеся экономики испытали отток капитала вследствие ужесточения денежно-кредитной политики США, а также торговой войны Китая и Соединенных Штатов. Наиболее уязвимыми оказались Аргентина и Турция, страны с накопленными внутренними проблемами. Несмотря на некоторое улучшение настроений в начале 2019 г., существенные риски дестабилизации экономической ситуации сохраняются. Особые опасения вызывает ситуация в Китае: его внутренние проблемы потенциально способны привести к новому глобальному экономическому кризису.

В 2018 г. на состояние мировой экономики в целом и развивающихся рынков в частности оказывали существенное влияние два глобальных фактора. Во-первых, это дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики ФРС США, способствовавшее оттоку капитала с развивающихся рынков и укреплению доллара по отношению к большинству мировых валют. За 2018 г. курс доллара вырос по отношению к валютам стран – основных торговых партнеров Соединенных Штатов на 4,8%, а к валютам развитых и развивающихся стран – на 3,8 и 5,8% соответственно. Во-вторых, это торговая война между США и Китаем. В результате по итогам 2018 г. рост международной торговли товарами замедлился до 3,3% по сравнению с ростом на 4,7% годом ранее.

Положительное сальдо торгового баланса развивающихся стран сократилось с 7,4 трлн долл. (23% их ВВП) в 2017 г. до 6,3 трлн долл. (19% ВВП) в 2018 г. При этом, по оценкам Института международных финансов, чистый отток капитала из развивающихся стран (без Китая) в 2018 г. составил 76 млрд долл. по сравнению с притоком в размере 159 млрд долл. в 2017 г.[1]. Наиболее чувствительными к повышению рисков оказались портфельные инвестиции нерезидентов, чистый приток которых на рынки развивающихся стран (без учета Китая), по оценкам Института международных финансов, сократился в 2018 г. в 3,9 раза до 76 млрд долл.

Напряженность на финансовых рынках развивающихся стран достигла пика в сентябре-октябре 2018 г., когда ФРС приняла решение о третьем за год повышении ставки по федеральным фондам до 2–2,25% годовых. Однако к концу года настроения инвесторов по отношению к большинству развивающихся стран несколько улучшились. Это связано с ослаблением напряженности во взаимоотношениях США и Китая, а также со смягчением риторики ФРС, представители которой заявили о возможной приостановке ужесточения денежно-кредитной политики.

В целом наиболее существенным рост премии за риск оказался в странах с высокой долговой нагрузкой в иностранной валюте и накопившимися внутренними проблемами, таких как Аргентина и Турция. В этих странах спреды по 5-летним CDS[2] контрактам на государственные облигации в

1 Capital Flows to Emerging Markets Looking past the turbulence. Institute of International Finance, www.iif.com

2 Кредитный дефолтный своп – финансовый своп, предназначенный для страхования от невыполнения контрагентом финансовых обязательств.

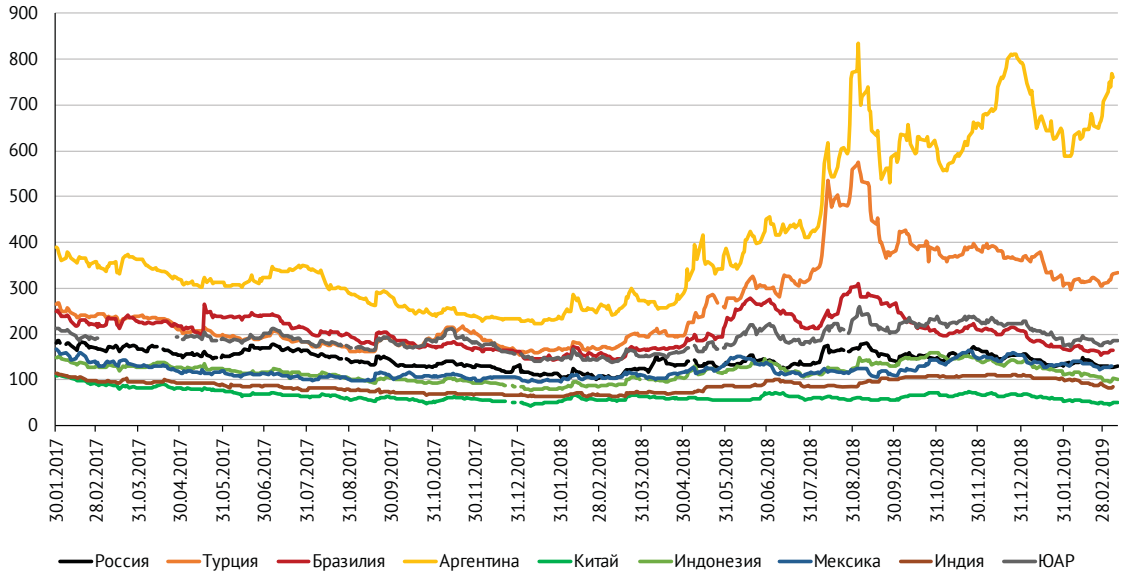

Рис. 1. Спреды CDS по 5-летним государственным облигациям, б.п.

Источники: Bloomberg, расчеты авторов.

начале сентября 2018 г. достигли максимальных значений в 835 и 574 б.п. соответственно (*рис. 1*).

В этих условиях за январь-сентябрь 2018 г. национальные валюты Аргентины и Турции по отношению к доллару обесценились на 36,4 и 23,3% соответственно. Бразильский реал обесценился на 12,5%, индонезийская рупия – на 5,3%, индийская рупия – на 3,2%, мексиканский песо – на 0,9%.

В IV квартале 2018 г. темпы обесценения национальных валют развивающихся стран замедлились, а в отдельных случаях возобновилось их укрепление, продолжившееся и в начале 2019 г. Наиболее существенно за январь-февраль вырос обменный курс мексиканского песо – на 4,7% к декабрю 2018 г., а также бразильского реала – на 4,3%. В то же время индийская рупия обесценилась еще на 0,2%, турецкая лира и аргентинское песо – на 0,1% к декабрю 2018 г. (*рис. 2, 3*).

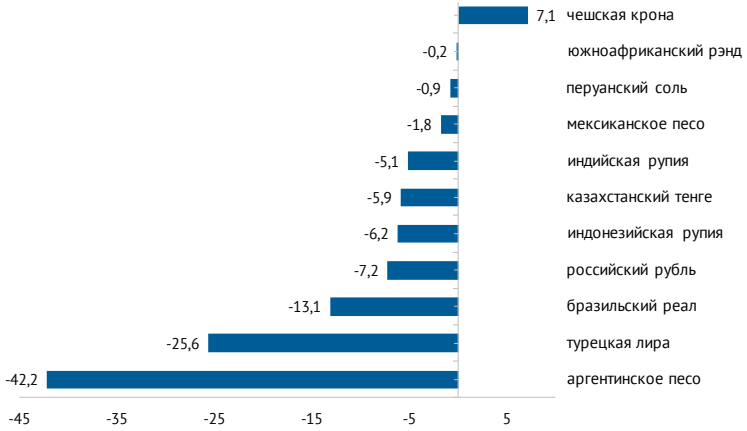

Рис. 2. Динамика валют развивающихся стран к доллару в 2018 г., % к предыдущему периоду

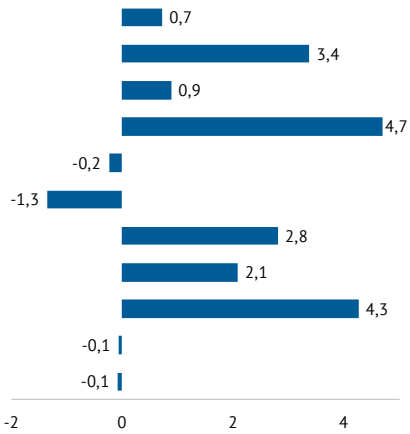

Рис. 3. Динамика курсов валют развивающихся стран к доллару в январе-феврале 2019 г., % к декабрю 2018 г.

Источник: Информационное агентство «Финам», расчеты авторов.

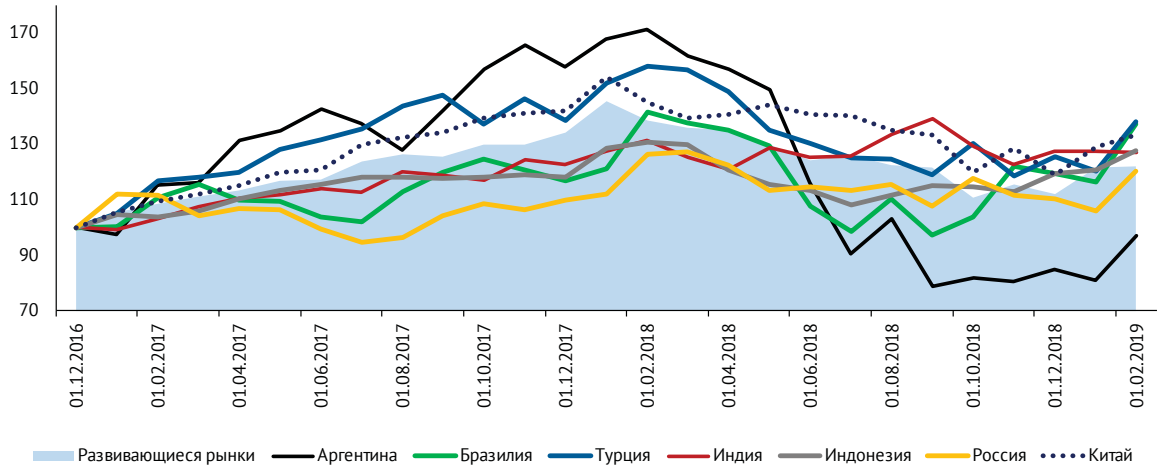

Рис. 4. Динамика индексов MSCI развивающихся стран (29.12.2016=100%)

Источник: Bloomberg, расчеты авторов.

Об ослаблении напряженности на развивающихся рынках в конце 2018 – начале 2019 г. свидетельствует и снижение спредов по 5-летним CDS контрактам на государственные облигации. Так, к концу первой декады марта CDS спред ЮАР снизился до 185 б.п., Бразилии – до 164 б.п., Мексики – до 128 б.п., Индии – до 84 б.п., Китая – до 49 б.п. Тем не менее эти показатели все еще превышают значения на конец 2017 г.

Агрегированный фондовый индекс MSCI развивающихся стран достиг минимального значения за год – 955 п. в конце октября 2018 г., после чего также начал расти. В январе-феврале 2019 г. этот индекс увеличился еще на 8,8% (*рис. 4*).

Ослабление валют развивающихся стран, рост премии за риск, отток капитала сопровождались ускорением инфляции и замедлением экономического роста. Так, в 2018 г. в Турции рост потребительских цен ускорился до 16,3% по сравнению с 11,1% в 2017 г., а рост ВВП замедлился до 2,6% по сравнению с 7,4% годом ранее. При этом предварительные данные о динамике ВВП Турции в IV квартале 2018 г. свидетельствуют о погружении страны в рецессию. В 2018 г. экономический рост существенно замедлился и в ЮАР: ВВП вырос на 0,8% по сравнению с 1,4% годом ранее. ВВП Бразилии и Мексики выросли в 2018 г. на 1,1 и 2,0% соответственно, как и в 2017 г. При этом рост цен в Бразилии ускорился в 2018 г. до 3,7% по сравнению с 3,4% в 2017 г.

По оценкам МВФ, в 2019 г. темпы роста развивающихся экономик замедлятся до 4,5% по сравнению с 4,6% в 2018 г., а потребительские цены вырастут на 5,1% по сравнению с 4,9% в 2018 г.

На наш взгляд, в настоящее время можно говорить лишь о временном затишье на рынках развивающихся стран, так как их макроэкономические индикаторы свидетельствуют о накоплении рисков. Наиболее существенные опасения вызывает быстрый рост долговых обязательств домашних хозяйств, объем которых с 2016 г. вырос более чем на 30% до 12 трлн долл. (37,5% ВВП) к концу III квартала 2018 г. При этом основной вклад в этот рост обеспечен Китаем, где задолженность домашних хозяйств, увеличившись на 45%, достигла 6,8 трлн долл. (50,9% ВВП). В Чехии, Индии, Мексике, Корее, Малайзии и Чили темпы ее роста превышают 20%. В структуре задолженности домашних хозяйств развивающихся стран доминируют обязательства

Таблица 1

Отдельные индикаторы развития экономик развивающихся стран

	Ключевая процентная ставка, % на конец периода			ВВП, темп прироста, %		Потребительские цены, среднегодовой темп прироста, %		Общий объем долговой нагрузки*, % ВВП на конец периода	
	2017	2018	02.2019	2017	2018	2017	2018	III кв. 2017	III кв. 2018
Бразилия	7,0	6,50	6,50	1,1	1,1	3,4	3,7	185,8	190,2
Индия	6,0	6,50	6,25	6,9	7,4	2,5	4,9	130,7	129,6
Индонезия	4,25	6,0	6,0	5,1	5,2	3,8	3,2	77,2	79,5
Китай	4,35	4,35	4,35	6,8	6,6	1,6	2,1	284,5	297,1
Мексика	7,25	8,25	8,25	2,1	2,0	6,0	4,9	93,1	95,6
Россия	7,75	7,75	7,75	1,6	2,3	3,7	2,9	92,0	90,3
Саудовская Аравия	1,5	2,5	2,5	-0,9	2,2	-0,8	2,5	82,2	78,6
Турция	8,0	24,0	24,0	7,4	2,6	11,1	16,3	141,6	152,3
ЮАР	6,75	6,75	6,75	1,4	0,8	5,2	4,5	151,9	151,0

* включает задолженность домашних хозяйств по банковским кредитам; финансовых и нефинансовых корпораций – по банковским кредитам, предоставленным международными и национальными банками, а также внутренние и международные облигации, а также расширенного правительства.

Источники: Институт международных финансов, МВФ, официальные сайты центральных банков, расчеты авторов.

в национальной валюте, а корпораций и правительств – в иностранной валюте. Так, в Турции к концу III квартала 2018 г. их совокупная величина превышала 78,6% ВВП, тогда как в национальной валюте – 56,6% ВВП, в ЮАР – 33,3 и 85,5% ВВП, в Малайзии – 37,3 и 115,6% ВВП соответственно (*табл. 1*).

Наиболее высокими темпами в развивающихся странах увеличивается небанковское финансирование, на долю которого в настоящее время приходится уже около 25% общей задолженности по сравнению с 17% в 2008 г. При этом центральные банки большинства развивающихся стран в ответ на обесценение национальных валют и ужесточение денежно-кредитной политики в развитых странах в 2018 г. прибегли к повышению ключевых процентных ставок, что осложняет возможность рефинансирования накопленной задолженности.

Кроме того, существенные риски для мировых экономических процессов связаны с продолжающимся замедлением роста экономики Китая, которой в 2018 г. составил 6,6% (в 2017 г. – 6,8%). В начале марта текущего года правительство Китая пересмотрело прогноз темпов экономического роста в 2019 г. в сторону понижения до 6,0–6,5%, тогда как ранее ожидалось, что они не опустятся ниже 6,5%.

АВТОРЫ ЭТОГО НОМЕРА

Гадий Л., младший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС

Каукин А., заведующий лабораторией отраслевых рынков и инфраструктуры Института Гайдара, заведующий лабораторией системного анализа отраслевых рынков ИОРИ РАНХиГС

Киюцевская А., научный сотрудник лаборатории денежно-кредитной политики Института Гайдара, старший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС

Кнобель А., заведующий лабораторией международной торговли Института Гайдара, заведующий лабораторией исследований международной торговли ИПЭИ РАНХиГС

Михайлова Т., старший научный сотрудник лаборатории инфраструктурных и пространственных исследований ИОРИ РАНХиГС, доцент экономического факультета Института ЭМИТ РАНХиГС

Трунин П., руководитель научного направления «Макроэкономика и финансы» Института Гайдара, директор Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС

Фиранчук А., старший научный сотрудник международной лаборатории исследований международной экономики ИПЭИ РАНХиГС

Хромов М., заведующий лабораторией финансовых исследований Института Гайдара, старший научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ РАНХиГС

Худько Е., старший научный сотрудник лаборатории бюджетной политики Института Гайдара, доцент экономического факультета Института ЭМИТ РАНХиГС

Шербустанова М., младший научный сотрудник лаборатории денежно-кредитной политики Института Гайдара