

И.В. Прилепский

Экономическая экспертная группа; Научно-исследовательский финансовый институт,
Москва

Финансовые санкции: влияние на потоки капитала и экономической рост РФ

Аннотация. В статье приведен обзор эволюции санкционного режима западных стран, механизмов его влияния на российскую экономику и количественных оценок воздействия на ВВП РФ. Проанализирован канал действия санкций, связанный с понижающим давлением на валовый и чистый приток капитала в РФ. Продемонстрировано, что это давление сокращалось в 2016–2017 гг. на фоне уменьшения неопределенности и адаптации экономики к санкциям, но оно снова усилилось в 2018 г. на фоне формирования постоянного потока санкционных угроз со стороны США. Негативное влияние санкций на ВВП РФ в 2014–2017 гг. было существенно меньше влияния падения цен на нефть и с течением времени имело тенденцию сокращаться. Но для 2018 г. оценка эффекта санкций снова оказалась выше, чем для 2016–2017 гг. Смягчение санкционного режима США в начале 2019 г. позволяет рассчитывать на уменьшение влияния санкций на рост экономики, но риски усиления ограничений (в первую очередь в отношении энергетических проектов российских компаний и экспорта вооружений РФ) по мере приближения выборов в США в 2020 г. остаются высокими.

Ключевые слова: санкции, платежный баланс, потоки капитала, экономический рост.

Классификация JEL: F32, F51.

DOI: 10.31737/2221-2264-2019-43-3-8

1. Санкции и механизмы их влияния на российскую экономику

Ограничительные экономические меры США, ЕС и ряда других стран, действующие уже более пяти лет, стали за это время *новыми нормальными условиями* функционирования российской экономики. Тем не менее неопределенность как величины их эффектов за прошедший период, так и возможного дальнейшего усиления санкций и их последствий остается весьма высокой. Соответственно, целью данной работы является анализ механизмов влияния санкций на российскую экономику, обзор оценок их последствий и рассмотрение сценариев развития ситуации с санкциями. Основной акцент при этом делается на финансовом канале действия санкций, связанный с их влиянием на приток капитала в российскую экономику.

Первые санкции стран ЕС, США и ряда других против РФ, связанные с ситуацией в Крыму и Восточной Украине, были введены в марте 2014 г. Они были направлены против отдельных лиц и компаний и не относились к системно значимым. Введение этих санкций сопровождалось ростом волатильности валютного рынка РФ и снижением валового притока

капитала, но уже во II квартале 2014 г. эти негативные эффекты сошли на нет.

Значительно более серьезным ударом по российской экономике стало введение так называемых секторальных санкций США и ЕС, начиная с июля 2014 г. Они сократили возможности импорта в РФ продукции двойного назначения и затруднили зарубежное финансирование государственных банков и ведущих компаний нефтегазового сектора; доступ последних к передовым технологиям добычи также был ограничен. В дальнейшем санкции ЕС последовательно продлевали, также ужесточались и санкции США за счет сокращения сроков погашения финансовых инструментов, подпавших под санкции компаний, в которые разрешается инвестировать резидентам США.

Долгосрочные эффекты секторальных санкций могут включать торможение роста производительности труда, понижающее давление на добычу углеводородов, сокращение потенциального темпа роста ВВП ввиду их отрицательного влияния на инвестиции. Финансовые же последствия санкций, связанные с противодействием притоку капитала,

проявились уже в краткосрочной перспективе. Так, уже в III квартале 2014 г. валовый приток капитала в РФ стал отрицательным (впервые с кризиса 2008–2009 гг. Подчеркнем также, что это произошло еще до резкого падения цен на нефть). В дальнейшем такая ситуация стала скорее, правилом, чем исключением (за 19 кварталов после введения секторальных санкций только в шести кварталах имел место положительный валовый приток капитала).

Отрицательное влияние санкций на приток капитала было связано как с прямым эффектом секторальных санкций, ограничениями на заимствования российских эмитентов, так и с косвенным, обусловленным ухудшением перспектив роста российской экономики и неопределенностью относительно дальнейших действий западных и российских властей. Вместе с тем сразу же после ввода в действие секторальных санкций началась и реакция на них. Речь здесь идет не только об инициативах российского правительства в плане введения контрсанкций и развития импортозамещения, но и о действиях отдельных компаний: так, на фоне затруднения рефинансирования внешних обязательств производились продажи накопленных валютных активов для обеспечения выплат по внешнему долгу. В результате чистое накопление зарубежных активов в III квартале 2014 г. стало отрицательным впервые с 2009 г.; тем самым воздействие секторальных санкций на чистый приток капитала оказалось меньшим, чем на валовый. На уровне экономики в целом санкции способствовали ослаблению реального курса рубля. Это создавало условия для частичной компенсации понижательного давления на внутренний спрос за счет стимулирующего влияния на чистый экспорт.

Начиная с 2015 г. и до первой половины 2017 г. расширение санкционных списков происходило в основном за счет небольших (в масштабе российской экономики) организаций, что наряду с прояснением периметра санкций и поддержанием ответственной макроэкономической политики РФ позволило российским и зарубежным экономическим агентам продолжать адаптироваться к санкциям. Однако

в дальнейшем на фоне обсуждения в США вмешательства РФ в американские выборы 2016 г. неопределенность относительно будущего развития политики ограничений вновь усилилась. Закон «О противодействии противникам Америки посредством санкций» (далее – CAATSA) от августа 2017 г. принципиально усложнил отмену ранее принятых санкций (ввиду необходимости получения разрешения со стороны Сената США); создал перспективу введения санкций в отношении горнодобывающих, металлургических и железнодорожных компаний РФ; а также компаний, инвестирующих в строительство экспортных трубопроводов; персонально олигархов и полугосударственных компаний РФ. Не менее значимыми стали включенные в CAATSA угрозы введения вторичных санкций США против нерезидентов США, осуществляющих значимые транзакции с фигурантами российских санкционных списков либо инвестирующих в проекты российских компаний по добыче сланцевой нефти, нефти глубоководных и арктических месторождений.

Переход к более жесткому санкционному режиму со стороны США проявился во введении жестких санкций по так называемому списку «Специально определенных лиц» (Special designated nationals, SDN) в отношении российских физических лиц и компаний, включая «Русал», 6 апреля 2018 г. В отличие от секторальных санкций попадание в список SDN приводит не только к запрету инвестировать в долговые бумаги этих компаний с определенным сроком погашения, но и к заморозке всех активов под юрисдикцией США и запрету на какие-либо операции с ними. Как резидентам, так и нерезидентам США запрещены какие-либо транзакции с фигурантами списка SDN под угрозой вторичных санкций CAATSA. Примером вторичных санкций стало включение 20 сентября 2018 г. в список SDN Департамента развития оборудования китайской армии Центрального военного совета КНР за покупку у РФ комплексов С-400. Санкции от 6 апреля 2018 г. оказались неожиданными для рынков, спровоцировав новую волну сокращения валового притока капи-

тала, ослабление рубля и, как следствие, – рост инфляционного давления и ужесточение денежно-кредитной политики в 2018 г., несмотря на благоприятные в прочих отношениях внешние условия (достаточно высокие цены на нефть и темпы роста мировой экономики).

В целом можно констатировать, что после принятия СААТСА сформировался постоянный поток санкционных угроз со стороны США. В соответствии с законом США о нераспространении химического и биологического оружия в августе 2018 г. были усилены ограничения экспорта в РФ продукции двойного назначения; сохраняется возможность введения более жестких санкций, включая практически полный запрет внешней торговли с РФ. В Конгрессе США обсуждаются законопроекты «Defending American Security from Kremlin Aggression Act» (DASKAA)¹ и «Defending Elections Against Trolls from Enemy Regimes» (DETER)², предусматривающие закрытие доступа государственных банков РФ к американской финансовой системе, запрет резидентам США покупать новые выпуски российского государственного долга, запрет соинвестировать в проекты российских энергетических компаний за рубежом, блокировку активов ведущих нефтегазовых и государственных компаний РФ под юрисдикцией США и добавление российских судостроительных компаний в список SDN. Усиливается риторика о возможности введения вторичных санкций на участников проекта «Северный поток-2» и возможных покупателей передовых российских вооружений (Индия, Турция).

Каковы перспективы принятия новых санкционных мер? Пока можно отметить, что несмотря на в целом низкую предсказуемость действий властей США, они все же реагируют на значительные негативные побочные эффекты санкций. Так, резкий рост цен на алю-

миний после введения санкций против «Русал» побудил Казначейство США последовательно продлевать разрешительные лицензии на операции резидентов США с «Русал», а после изменения структуры собственности компании – отменить санкции; при этом Сенат США не стал блокировать эту отмену. Соответственно, например, распространение санкций на новые выпуски российского госдолга представляется сравнительно маловероятным, поскольку в подготовленном в 2018 г. в соответствии с СААТСА докладе Казначейства США указано, что такая мера «может снизить конкурентоспособность американских компаний по управлению активами»³. Аналогичный запрет на соинвестирование в проекты российских нефтегазовых компаний за рубежом может негативно сказаться на американских энергетических гигантах⁴. Напротив, новые ограничительные меры в отношении строительства трубопроводов для экспорта российских нефти и газа российских экспортных трубопроводов и продаж оружия представляются более вероятными с учетом риторики администрации США в сфере продвижения экспорта природного газа и вооружений, а также уже продемонстрированной ими готовности принять жесткие меры даже в отношении формально союзных стран (санкции против Турции, снятие режима беспошлинного ввоза для индийских товаров и др.).

2. Оценки эффекта финансовых санкций для российской экономики

Оценки влияния санкций на динамику российского выпуска характеризуются значительной вариацией. Обзор количественных оценок приведен в табл. 1.

Несмотря на разнообразие оценок, представленных в табл. 1, анализ соответствующих работ позволяет сделать следующие выводы.

¹ «Защита американской безопасности от агрессии Кремля».

² «Защита выборов от троллей, представляющих враждебные режимы».

³ <https://publicintelligence.net/ustreasury-russia-sanctions-2018/>.

⁴ См. <https://carnegieendowment.org/2019/04/03/u.s.-sanctions-on-russia-congress-should-go-back-to-fundamentals-pub-78755>.

Таблица 1

Влияние санкций на ВВП РФ: обзор оценок

Работа	Горизонт	Методология	Влияние на рост ВВП
Rautava, 2014	2014 г.	Векторная авторегрессия (VAR); переменные: ВВП, импорт, реальный курс, цены на нефть, неопределенность (ожидания изменения стоимости бивалютной корзины на 1 квартал вперед)	-1 п.п.
Синяков и др., 2015	Два первых санкционных года	Динамическая стохастическая модель общего равновесия в непрерывном времени; предполагается, что частный сектор полностью теряет доступ к внешним финансовым рынкам	-0,5 п.п. (первый санкционный год) -0,6 п.п. (второй санкционный год)
IMF, 2015	Кратко- и среднесрочный периоды	Нет данных	Снижение уровня ВВП на 1,0–1,5 п.п. в краткосрочной и на 9 п.п. – в среднесрочной перспективе
Citi Research, 2015 ⁵	III кв. 2014 г. – II кв. 2015 г.	VAR; переменные: ВВП, сальдо текущего счета, бюджетный баланс, курс доллара, цены на нефть; эффект санкций оценивается по остаточному принципу	-0,4 п.п.
Гурвич, Прилепский, 2016	II кв. 2014 г. – 2017 г.	Методология описана в разд. 2	В 2017 г. ВВП на 2,4 п.п. ниже, чем в сценарии без санкций; влияние на рост в 2017 г.: -0,6 п.п.
World Bank, 2016	2017 г.	Нет данных	-0,9 п.п.
Kholodilin, Netsunjaev, 2016	II кв. 2014 г. – III кв. 2015 г.	Структурная VAR; переменные: ВВП РФ и Еврозоны, цены на нефть, реальные курсы рубля и евро, индекс интенсивности санкций из работы (Dreger et al., 2016)	-2,0 п.п. для средних темпов роста квартала к кварталу в годовом выражении
Pestova, Mamonov, 2017	2014–2015 гг.	Байесовская VAR с 14 переменными, включая ВВП, цены на нефть и внешний долг корпоративного сектора	-0,5 п.п. в 2014 г., -0,7 п.п. в 2015 г.
Kholodilin, Netsunjaev, 2019	II кв. 2014 г. – I кв. 2018 г.	См. строку Kholodilin, Netsunjaev, 2016	Снижение уровня ВВП в 2017–2018 гг. по сравнению со сценарием без санкций: -0,5 п.п.
Кнобель и др., 2019	Нет данных	Нет данных	-1,0 п.п. в год
Gurvich, Prilepskiy, 2019	2017 г.	Методология аналогична работе (Гурвич, Прилепский, 2016), описанной в разд. 2	-0,3 п.п.

⁵ См. <https://ir.citi.com/Ns6%2BuSgO5bg45MCK6HCwlUVxbZo5TXkL%2BBRyQ2S19pKubi3rbFbTU255d6er4oAaBvV4bqrOgYE%3D>.

1. Согласно большинству полученных оценок введение санкций в первые годы замедлило темпы роста ВВП на 0,5–1,0 п.п.

2. В исследованиях, где выявлен сравнительно невысокий эффект санкций, отмечается также, что их негативное влияние на экономический рост в 2014–2015 г. было значительно меньшим по сравнению с влиянием падения цен на нефть (Citi Research, 2015; Гурвич, Прилепский, 2016; Pestova, Mamonov, 2017).

3. В случаях, когда авторы изучали эффект санкций за различные периоды, имело место снижение его оценки с течением времени.

При использовании методологии из работы (Гурвич, Прилепский, 2016) снижение оценки влияния санкций на ВВП было объяснено снижением их влияния на потоки капитала. Для расчета влияния санкций на долговые обязательства перед нерезидентами (в первую очередь и затрагиваемую секторальными санкциями) сравнивается норма их рефинансирования⁶ по сравнению с 2013 г. (когда она составляла 120% для банков и для корпоративного сектора). Если в III квартале 2014 г. – III квартале 2015 г. норма рефинансирования равнялась, соответственно, 23 и 84%, то в 2016–2017 гг. – уже 49 и 89%. Для других

основных компонент финансового счета эффект санкций рассчитывается как отклонение их фактической величины от прогнозов, построенных на основе регрессионных соотношений для периода до введения санкций. В частности, для притока прямых иностранных инвестиций (ПИИ) негативный эффект санкций сократился с 4,5 млрд долл. за квартал в III квартале 2014 г. – III квартале 2015 г. до 1,3 млрд долл. за квартал в 2016–2017 гг.⁷ Общее сопоставление оценок влияния санкций на потоки капитала, построенных на основе данных за разные периоды, приведено в табл. 2. Уменьшение эффекта санкций может быть объяснено отмеченным выше фактором снижения неопределенности относительно политики властей РФ, а также постепенным улучшением перспектив роста российской экономики.

Для оценки влияния санкций на потоки капитала можно альтернативно использовать регрессии для его компонент, включающие санкционный период и так называемые индексы интенсивности санкций в качестве одной из независимых переменных. В работе (Dreger et al., 2016) данный индекс (S) строится на основе экспертных оценок интенсивности страновых санкций (1, 2 или 3) с дальнейшим взвешиванием этих экспертных оценок по

Таблица 2

Сопоставление оценок влияния санкций на потоки капитала, млрд долл.

Категория эффекта	Оценка на данных						Суммарное изменение, 2016–2017 гг.
	2014–2015 гг.				2016–2017 гг.		
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2016 г.	2017 г.	
Валовый приток капитала, всего	-56	-89	-58	-65	-56	-48	+20
Долговые обязательства	-39	-67	-34	-44	-50	-43	-16
ПИИ	-17	-22	-24	-21	-6	-5	+35
Валовый отток капитала	-11	-46	-26	-31	-28	-23	-6
Чистый эффект санкций	-46	-44	-32	-34	-28	-25	+13

Источники: (Гурвич, Прилепский, 2016) и расчеты автора.

⁶ Изменение внешнего долга в результате операций, отнесенное к ожидаемым выплатам во внешнему долгу (в соответствии с графиком, публикуемым Банком России).

⁷ Без учета сделки по частичной приватизации «Роснефти» в IV кв. 2016 г.

доле стран-источников санкций во внешней торговле РФ. В исследовании (Омельченко, Хрусталева, 2018) предложена модификация этого индекса (I), предусматривающая также взвешивание по активам непосредственно подпадавших под санкции организаций и по доле валюты страны-источника санкций во внешнем долге банков и компаний. Динамика индексов S , I приведена на рис. 1. Отметим, что при проведении регрессий их наилучшее качество достигается при включении как текущего значения интенсивности санкций, так и их лага, причем получаемые коэффициенты имеют противоположные знаки, что указывает на адаптацию к санкциям. Например, регрессия для притока долговых обязательств ($debt_in$) в постоянных долларах имеет вид:

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

где us_cpi_t – ИПЦ США; f_debt_{t-1} – внешний долг РФ в предшествующем квартале, млрд долл.; oil_t – цены на нефть марки Urals,

долл./барр.; vix_t – индекс волатильности VIX⁸, gdp_g_{t-1} – темпы роста ВВП за год, оканчивающийся предшествующим кварталом; регрессия на квартальных данных 2010–2017 гг.; в скобках приведены значения t -статистики.

Сопоставление оценок влияния санкций на потоки капитала по методологии работы (Гурвич, Прилепский, 2016) и на основе регрессионных оценок приведено в табл. 3. Основное различие приходится на 2014 г.: в первом случае рассматривался только период после введения секторальных санкций; во втором учитывался и эффект роста санкционных индексов в первом полугодии, связанный с ростом неопределенности.

При оценке эффекта санкций на этапе «потока санкционных угроз» со второй половины 2017 г. использовать методологию санкционных индексов затруднительно. Во-первых, многие предусмотренные СААТСА ограничения не введены реально, но могут негативно воздействовать на потоки капитала самим фактом возможности применения. Во-вторых, жестким санкциям списка SDN, введенным в апреле в 2018 г., следовало бы придать более высокий вес, чем максимальный (3) экспертный вес в индексах S и I . При использовании же

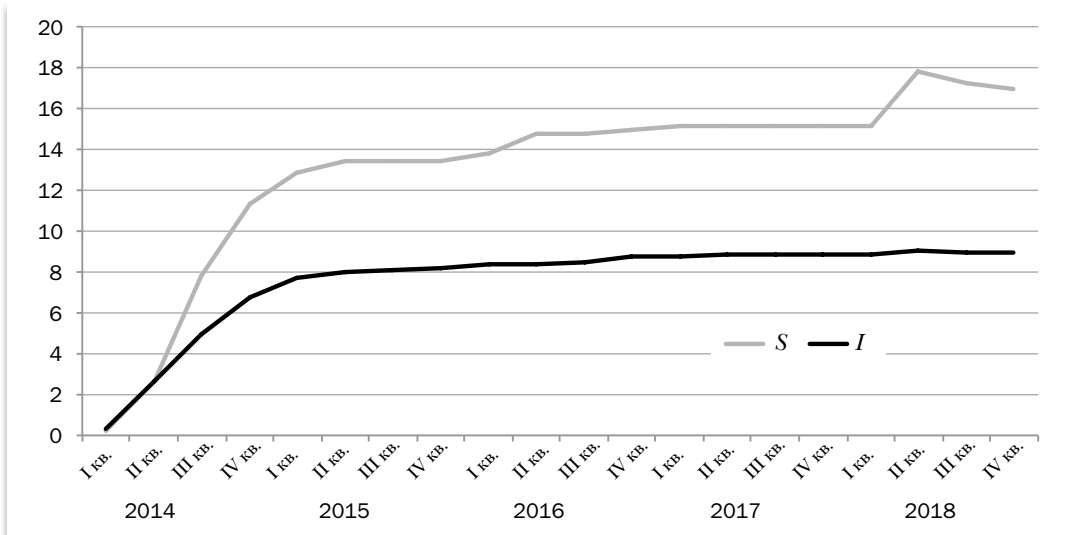


Рис. 1

Динамика индексов интенсивности санкций

Источник: (Омельченко, Хрусталева, 2018); расчеты автора.

⁸ <http://www.cboe.com/vix>.

Таблица 3

Сопоставление влияния санкций на потоки капитала по различным методологиям, млрд долл.

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

Источник: расчеты автора.

методологии из работы (Гурвич, Прилепский, 2016) оказывается, что норма рефинансирования для банков и корпоративного сектора выросла в 2018 г. – I кв. 2019 г. по сравнению с 2016–2017 гг. на 12 и 2 п.п. соответственно, до 61 и 91%; в то же время резко выросло негативное влияние санкций на приток прямых инвестиций – до 5,1 млрд долл. за квартал. Возможно, подобная динамика указывает на то, что участники рынков ожидают в будущем введения скорее новых технологических санкций и санкций против энергетических проектов, но не финансовых санкций. Добавим, что на текущем этапе очевидным стало воздействие санкционных угроз и на приток капитала в госсектор. Так, во II квартале 2018 г., после введения санкций SDN, на фоне опасений инвесторов по поводу введения санкций против государственного долга вложения в него нерезидентов резко сократились после пяти кварталов последовательного роста. Увеличение вложений возобновилось только в I квартале 2019 г., что может быть связано как с перспективами смягчения политики ФРС, так и со снижением оценки угрозы санкций против государственного долга.

3. Общая оценка итогов жизни под санкциями

Как в целом можно оценить эффект санкций на текущий момент? Статистика Банка России показывает, что чистый отток капитала частного сектора в 2018 г. практически не изменился по сравнению с последним досанкционным 2013 г. (табл. 4), но при этом резко сократился как валовый приток, так и валовый отток. Фактор санкций, по нашим оценкам, играл ключевую роль в сокращении валового притока капитала, включая прямые инвестиции. В отношении валового оттока их роль была несколько меньше, что, возможно, связано с практически одновременной с введением санкций интенсификацией усилий Банка России по борьбе с «серым» оттоком капитала. Добавим, что сопоставление табл. 3 и 4 показывает: в 2018 г. на фоне потока санкционных угроз влияние санкций на валовый и чистый приток капитала увеличилось по сравнению с 2016–2017 гг., приближаясь к показателям 2014–2015 гг.

Результаты оценки влияния санкций на потоки капитала могут быть использованы в рамках макроэкономической модели ЭЭГ

Таблица 4

Отдельные компоненты финансового счета в 2013¹⁰ и 2018 г., млрд долл.

Компонента финансового счета	2013 г.	2018 г.	Изменение	В том числе эффект санкций
Чистый приток капитала	-60	-63	-3	-42
Валовый приток капитала	67	-29	-96	-75
В том числе ПИИ	44	6	-38	-28
В том числе ПИИ из неофшорных юрисдикций	38	12	-26	-16
Валовый отток капитала	127	34	-93	-33

Источники: Банк России; расчеты автора.

(Балаев и др., 2014) для построения альтернативного сценария без санкций в 2014–2018 гг. В модели учитывается как негативное воздействие санкций на внутренний спрос, так и положительное – на чистый экспорт по каналу ослабления курса. Результаты оценки для темпов роста и инвестиций в основной капитал, а также их накопленных величин, приведены в табл. 5. Вновь заметно усиление эффекта санкций в 2018 г. Кроме того, следует подчеркнуть, что если в 2014–2017 гг. накопленные потери ВВП от санкций были значительно ниже, чем от падения цен на нефть (1,8 п.п. против 8,0 п.п. соответственно (Гурвич, Прилепский, 2016)), то в текущих условиях стабилизации цен на достаточно комфортном для российской экономики уровне тормозящая роль санкций выходит на первый план.

Каковы возможные макроэкономические последствия дальнейшего развития

ситуации санкций? Де-факто с начала 2019 г. имело место некоторое смягчение санкций США и, возможно, снижение стимулов для Республиканской партии (контролирующей Сенат) принимать новые санкционные акты ввиду завершения расследования о «вмешательстве России в выборы в США в 2016 г.». На этом фоне имело место улучшение динамики притока прямых инвестиций и инвестиций в российский государственный долг. В случае сохранения подобного благоприятного для РФ «инерционного» сценария (на что указывают в том числе заявления Д. Трампа о намерении «поладить» с Россией¹²) влияние санкций на потоки капитала и рост ВВП может ослабеть до показателей 2016–2017 гг. Представляется, впрочем, что по мере развития избирательной кампании в США к середине 2020 г. повысятся риски сценария обострения санкций; как указано выше, оно, вероятнее всего, затронет

Таблица 5

Изменение ВВП и инвестиций в гипотетическом сценарии без санкций (2013 г.=100%)

Макроэкономическая переменная	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Темп роста ВВП	+0,5	+0,6	+0,4	+0,4	+0,6
Накопленный ВВП	+0,5	+1,0	+1,4	+1,8	+2,4
Темп роста инвестиций ¹¹	+4,4	+1,3	-1,3	-0,5	+2,1
Накопленный объем инвестиций	+4,4	+5,4	+4,0	+3,8	+6,0

Источники: расчеты автора.

¹⁰ Без учета сделки между ВР и Роснефтью в I кв. 2013 г.¹¹ В модели ЭЭГ темп роста инвестиций определяется в том числе изменением чистого притока капитала (в % ВВП). В 2016–2017 гг. влияние санкций на приток капитала снижалось, поэтому в базовом сценарии инвестиции росли быстрее, чем в гипотетическом.¹² <https://rg.ru/2019/05/09/tramp-ne-schitaet-rossiiu-vragom-i-hochet-poladit-s-nej.html>.

нефтегазовые компании и оборонный экспорт. При этом в краткосрочной перспективе эффект обострения будет развиваться по каналу снижения притока капитала (и вполне может оказаться выше, чем в 2018 г., с учетом более значимой роли углеводородов для экономики РФ по сравнению с производством алюминия), а в более долгосрочной – по каналу сокращения экспортных доходов. В любом случае в условиях сохраняющейся неопределенности первой линией обороны РФ от санкций должна оставаться ответственная макроэкономическая политика.

ЛИТЕРАТУРА

- Балаев А.И., Гурвич Е.Т., Прилепский И.В., Суслина А.Л.** (2014). Влияние цен на нефть и обменного курса на доходы бюджетной системы // *Научно-исследовательский финансовый институт, Финансовый журнал*. № 1. С. 5–16.
- Гурвич Е.Т., Прилепский И.В.** (2016). Влияние финансовых санкций на российскую экономику // *Вопросы экономики*. №1. С. 5–35.
- Кнобель А.Ю., Багдасарян К.М., Лощенкова А.Н., Прока К.А.** (2019). Санкции: всерьез и надолго. М.: Дело.
- Омельченко А.Н., Хрусталеv Е.Ю.** (2018). Модель индекса интенсивности санкций (на примере России) // *Национальные интересы: приоритеты и безопасность*. Т. 14. № 1. С. 62–77.
- Синяков А., Ройтман А., Селезнев С.** (2015). Динамика потенциального ВВП России после нефтяного шока: роль сильного изменения относительных цен и структурных жесткостей. М.: Банк России.
- Dreger C., Fidrmuc J., Kholodilin K., Ulbricht D.** (2016). Between the Hammer and the Anvil: The Impact of Economic Sanctions and Oil Prices on Russia's Ruble // *Journal of Comparative Economics*. Vol. 44 (2). P. 295–308.
- Gurvich E., Prilepskiy I.** (2019). Western Sanctions and Russian Responses: Effects after Three Years. In: *"The Russian Economy under Putin"* Becker T., Oxenstierna S. (eds), 30–47. Oxon: Routledge.
- Putin"** Becker T., Oxenstierna S. (eds). P. 30–47. Oxon: Routledge.
- IMF (2015). Russian Federation: 2015 Article IV Consultation – Press Release; and Staff Report. IMF Country Report, No. 15/211. Washington: International Monetary Fund.
- Kholodilin K., Netsunjaev A.** (2016). Crimea and Punishment: The Impact of Sanctions on Russian and European Economies. DIW Discussion Paper No. 1569. Berlin: DIW.
- Kholodilin K., Netsunjaev A.** (2019). Crimea and Punishment: The Impact of Sanctions on Russian Economy and Economies of the Euro Area // *Baltic Journal of Economics*. Vol. 19 (1). P. 39–51.
- Pestova A., Mamonov A.** (2017). Should we Care? On the Economic Effect of Western Sanctions Against Russia. INFER 19th Annual Conference, Bordeaux, 9 June.
- Rautava J.** (2014). Crimean crisis will hurt Russia too. BOFIT Policy Brief, No. 1. Helsinki: the Bank of Finland.
- World Bank (2016). Russia Economic Report, April. Washington: The World Bank Group.

Поступила в редакцию 25.6.2019 г.

REFERENCES (with English translation or transliteration)

- Balaev A., Gurvich E., Prilepskiy I., Suslina A.** (2014). Effect of Oil Price and Exchange Rate on the Fiscal Revenues. *Financial Journal*, 1, 5–16 (in Russian).
- Dreger C., Fidrmuc J., Kholodilin K., Ulbricht D.** (2016). Between the Hammer and the Anvil: The Impact of Economic Sanctions and Oil Prices on Russia's Ruble. *Journal of Comparative Economics*, 44 (2), 295–308.
- Gurvich E., Prilepskiy I.** (2016). The Impact of Financial Sanctions on the Russian Economy. *Voprosy Ekonomiki*, 1, 5–35 (in Russian).
- Gurvich E., Prilepskiy I.** (2019). Western Sanctions and Russian Responses: Effects after Three Years. In: *"The Russian Economy under Putin"* Becker T., Oxenstierna S. (eds), 30–47. Oxon: Routledge.

- IMF (2015). Russian Federation: 2015 Article IV Consultation – Press Release; and Staff Report. IMF Country Report, No. 15/211. Washington: International Monetary Fund.
- Kholodilin K., Netsunjaev A.** (2016). Crimea and Punishment: The Impact of Sanctions on Russian and European Economies. DIW Discussion Paper No. 1569. Berlin: DIW.
- Kholodilin K., Netsunjaev A.** (2019). Crimea and Punishment: The Impact of Sanctions on Russian Economy and Economies of the Euro Area. *Baltic Journal of Economics*, 19 (1), 39–51.
- Knobel A., Bagdasarian K., Loshchenkova A., Proka K.** (2019). Sanctions: For Real, and for Long. Moscow: Delo (in Russian).
- Omelchenko A., Khrustalev E.** (2018). The Model of Sanction Intensity Index: Evidence from Russia. *National Interests: Priorities and Security*, 14(1), 62–77 (in Russian).
- Pestova A., Mamonov A.** (2017). Should we Care? On the Economic Effect of Western Sanctions Against Russia. INFER 19th Annual Conference, Bordeaux, 9 June.
- Rautava J.** (2014). Crimean crisis will hurt Russia too. BOFIT Policy Brief, No. 1. Helsinki: the Bank of Finland.
- Sinyakov A., Roitman A., Seleznyov S.** (2015). Dynamics of Russia's potential GDP after the Oil Shock: The Role of Large Change in Relative Prices and Structural Rigidities. Moscow: the Bank of Russia (in Russian).
- World Bank (2016). Russia Economic Report, April. Washington: The World Bank Group.

Received 25.6.2019

I.V. Prilepskiy

Economic Expert Group and Financial Research Institute, Moscow, Russia

Financial Sanctions: Impact on Capital flows and GDP Growth in Russia

Abstract. The article includes review of evolution of the Western nations' sanctions regime, the mechanisms of its impact on the Russian economy and the quantitative estimates of the effect on GDP. The sanctions' impact channel linked to their negative influence on gross and net capital inflow to Russia is studied. It emerges that this influence softened in 2016–2017 thanks to lower uncertainty and the economy's adaptation to sanctions, but increased again in 2018 on the background of the constant flow of new sanction threats from the USA. The negative impact of sanctions on the Russian GDP in 2014–2017 was substantially milder than that of lower oil prices and tended to decrease as the time passed. However, in 2018, this impact similarly increased as compared to 2016–2017. The abatement of the USA sanctions' pressure in early 2019 may lead to a smaller sanctions' growth effect; however, the risks of further widening of restrictive measures (which, in particular, could target energy projects of the Russian companies, as well as Russia's weapons exports), as the USA 2020 elections are approaching, remain substantial.

Keywords: *sanctions, balance of payments, capital flows, economic growth.*

JEL Classification: F32, F51.

DOI: 10.31737/2221-2264-2019-43-3-8